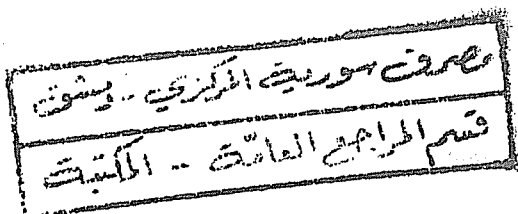


١١ فبراير ٢٠٠٢

٧٧-٧٥



٢٠٠٢ / ٢٠٠٢

# اقتصاديات كفاءة البورصة

المفاهيم الأساسية للاستثمار والبورصة - البورصة المصرية والأمريكية

دكتور

إيهاب الدسوقي

مدرس الاقتصاد - أكاديمية السادات للعلوم الإدارية

مركز مكتبة المركزية / المكتبة

رقم المورد: ٢٠٠٢ / ٢٠٠٢

٢٠٠٠

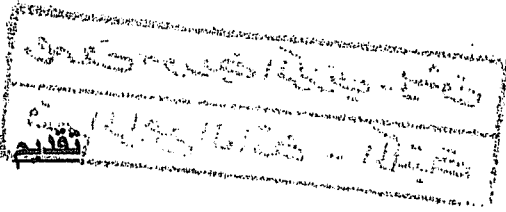
رقم التصنيف: ٢٢٢ / ٢٢٢

رقم الخزنة: ١ / ٢٩

الناشر

دار النهضة العربية

٣٢ ش عبد الخالق ثروت للقاهرة



أصبحت موضوعات البورصة من أهم الموضوعات التي تهتم بها معظم الدول العربية منذ عقد التسعينات في ضوء التحولات الاقتصادية نحو الاقتصاد الحر، حيث تقوم البورصة بوظيفة اقتصادية هامة للغاية في ظل آليات السوق وهي وظيفة توجيه الموارد في الاقتصاد على النحو الأمثل. كما تقوم البورصة بوظائف أخرى عديدة تعمل على توفير السبيل لتحقيق التقدم الاقتصادي للمجتمع. ولكن ما يزال يوجد نقص شديد في الخبراء والمتخصصين في نشاط البورصة نظرا لحدثة الاهتمام بالبورصة في مصر والوطن العربي وعدم وجود مقررات دراسية في العهود الماضية عن الاستثمار في البورصة.

يمثل هذا الكتاب محاولة لتقديم المفاهيم الاقتصادية الأساسية لموضوع البورصة من منظور اقتصادي، لأن أغلب الكتب العربية القيمة في موضوع البورصة لأساتذة إدارة مالية. وأرجو أن يساهم هذا الكتاب في توضيح الجوانب الأساسية للبورصة للمتخصصين والمهتمين بالاستثمار في البورصة.

وهناك دين كبير للغاية لأستاذي الفاضل الأستاذ الدكتور علي لطفي عالم الاقتصاد ورئيس مجلسي الوزراء والشورى السابق الذي وفر لي الأشراف العلمي المناسب، ومنحني الكثير من علمه الغزير وخبرته العملية الواسعة، وقدم لي القدوة الحسنة، وقد انبهرت بقيمة الالتزام في كل أعماله. ومن العسير أن أوفي قدرة الحقيقي بهذه الكلمات.

وأود أن اعترف بفضل الكتب القيمة للأستاذ الدكتور منير هندی والتي تضاهي بل تتفوق على الكتب الأجنبية، فقد تعلمت من هذه الكتب أكثر من الكتب الأجنبية، كما ساهم العمل مع الدكتور منير هندی في بعض الأبحاث في تطوير هذه الدراسة، والاستفادة من علمه العميق. كما أتقدم بأسمى معاني الشكر للدكتور سامح الترجمان رئيس البورصة المصرية، والدكتورة يمن الحماقي رئيسة قسم الاقتصاد بتجارة عين شمس لما قدمناه من ملاحظات قيمة.

وأخيرا أرجو من الله سبحانه وتعالى أن أكون قد وفقت في تقديم الفكر الاقتصادي اللازم للمساهمة في تقدم بلادنا الغالية.

والله ولي التوفيق

المؤلف

د. إيهاب إبراهيم الدسوقي

٢٠٠٢ / ٤ / ٢٠  
قال رسول الله صلى الله عليه وسلم:

"إن لله عباد اختصهم بقضاء حوائج  
الناس حبيبهم في الخير وحبيب الخير  
إليهم إنهم الأمنون من عذاب الله  
يوم القيامة"

حديث شريف

بسم الله الرحمن الرحيم

إهداء

إلى الوطن العربي

أتمنى أن يكون قريبا من العالم المتقدم

بإذن الله

محمد بن عبد الله



## صفحة

## المحتويات

٣	• قائمة بالأشكال
٤	• قائمة بالجداول
٥	• مقدمة
١١	• الفصل الأول : كفاءة أسواق رأس المال
١٣	المبحث الأول : نظريات سوق رأس المال .
٣٠	المبحث الثاني : شروط تحقيق كفاءة سوق رأس المال .
٤٣	المبحث الثالث : أساليب وصيغ كفاءة سوق رأس المال .
٦١	• الفصل الثاني : العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال ونمو وتخصيص الاستثمارات
٦٣	المبحث الأول : محددات الاستثمار .
٧٨	المبحث الثاني : دور كفاءة سوق رأس المال في نمو الاستثمارات
٩٩	المبحث الثالث : دور كفاءة سوق رأس المال في تخصيص الاستثمارات
١١٦	• الفصل الثالث : دراسة مقارنة لكفاءة سوق رأس المال في تخصيص ونمو الاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية ومصر .
١١٨	المبحث الأول : علاقة كفاءة سوق رأس المال والاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية
١٤٤	المبحث الثاني : تطور كفاءة سوق رأس المال في ج.م.ع

## قائمة الأشكال البيانية

- ١٥ - شكل رقم (١) مكونات أسواق المال
- ١٦ - شكل رقم (٢) هيكل سوق الأوراق المالية
- ١٩ - شكل رقم (٣) عملية الاختيار
- ٢٥ - شكل رقم (٤) خط سوق رأس المال
- ٣٥ - شكل رقم (٥) كفاءة سوق رأس المال وكفاءة الاقتصاد
- ٤٥ - شكل رقم (٦) أنواع صيغ الكفاءة
- ٤٩ - شكل رقم (٧) إطار التحليل الفني
- ٥٢ - شكل رقم (٨) إطار منهج التحليل الاساسى
- ٥٤ - شكل رقم (٩) محدّدات سعر الورقة المالية
- ٦٦ - شكل رقم (١٠) أشكال الاستثمار
- ٧٠ - شكل رقم (١١) علاقة الوسطاء الماليين بالاستثمار
- ٧٦ - شكل رقم (١٢) طبيعة الاستثمار
- ٨٦ - شكل رقم (١٣) أنواع الاستثمار فى النظام الاقتصادى
- ١٠١ - شكل رقم (١٤) النظام الاقتصادى
- ١٠٦ - شكل رقم (١٥) منحنى فرص الاستثمار فى سوق رأس المال
- ١٠٧ - شكل رقم (١٦) منحنى فرص الاستثمار فى الأصول الحقيقية
- ١٠٩ - شكل رقم (١٧) كفاءة سوق رأس المال وكفاءة الاقتصاد
- ١١٣ - شكل رقم (١٨) خطوات تكوين محفظة استثمارية
- ١٥٦ - شكل رقم (١٩) الإطار التنظيمى لسوق الأوراق المالية

## قائمة الجداول

- ١٣٣ - جدول رقم (١) مؤشر معدل رأس المال السوقي في الولايات المتحدة الأمريكية
- ١٣٤ - جدول رقم (٢) مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة الأمريكية
- ١٣٦ - جدول رقم (٣) مؤشر السيولة في الولايات المتحدة الأمريكية
- ١٦٠ - جدول رقم (٤) فترة المقاصة في مصر
- ١٦٢ - جدول رقم (٥) مؤشر معدل رأس المال السوقي في مصر
- ١٦٤ - جدول رقم (٦) مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة المصرية
- ١٦٧ - جدول رقم (٧) مؤشر السيولة في مصر
- ١٦٨ - جدول رقم (٨) درجة التذبذب في البورصة المصرية
- ١٦٩ - جدول رقم (٩) حركة التداول للشركات العشر الأكثر نشاطاً في مصر
- ١٨٥ - جدول رقم (١٠) الإصدارات الجديدة في مصر
- ١٨٧ - جدول رقم (١١) تطور ارتفاع قيمة الأسهم في مصر
- ١٨٨ - جدول رقم (١٢) صافي الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية بمصر
- ١٩٢ - جدول رقم (١٣) رأس المال السوقي وقيمة التداول للقطاعات في مصر
- ١٩٣ - جدول رقم (١٤) القوة النسبية لأسهم القطاعات ٩٢ - ١٩٩٨ في مصر
- ١٩٥ - جدول رقم (١٥) مضاعف القيمة الدفترية والعائد والمخاطر في مصر
- ٢٠٠ - جدول رقم (١٦) قيمة السندات في مصر
- ٢٠٢ - جدول رقم (١٧) الشركات العاملة في الأوراق المالية في مصر

## اشكالية الدراسة

لاشك أن اتجاه الاقتصاد المصري نحو التحرير الاقتصادي وإتباع آليات السوق من شأنه اضطلاع سوق رأس المال بوظيفة التخصيص الكفاء للموارد . ومن جهة أخرى تتعكس آليات كفاءة السوق على تحسين آلية تخصيص ونمو الاستثمارات بما لها من أثر على دفع عملية النمو الاقتصادي في المجتمع . والهدف المحوري للاقتصاد المصري هو العمل على زيادة النمو الاقتصادي لجني ثمار الإصلاح الاقتصادي .

وتقدم سوق رأس المال مجموعة متنوعة من النقيضات والأدوات المالية التي تعمل على تحقيق قدر كبير من الفعالية في تعبئة وتخصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار . وعلى هذا تقوم هذه السوق بدور مهم في تشجيع الاستثمارات التي تتمتع بمزايا سواء من ناحية جاذبية النشاط أو من ناحية المزايا التنافسية . وتقوم السوق بتوفير التمويل اللازم لهذه الاستثمارات بتكلفة منخفضة نسبياً نتيجة إقبال المستثمرين على التعامل مع الأدوات المالية التي تصدرها هذه المشروعات . في حين أن الاستثمارات التي لا تتمتع بمزايا تنافسية أو فرص مستقبلية واعدة يكون من المتوقع أن تواجه صعوبات في إصدار وتصريف أسهمها ، مما يعني حصة أقل للإصدار وتكلفة أعلى نسبياً للأموال . ومن خلال هذه الآلية ، تتجه الموارد نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة . ومن ناحية أخرى ، فإن إقبال المستثمرين على المشروعات الناجحة يؤدي إلى ارتفاع قيمتها السوقية ، وبالتالي انخفاض معدل العائد إلى مستوى يكفي فقط لتعويض المخاطر ، فضلاً عن زيادة العرض من إنتاج هذه المشروعات لدخول مشروعات جديدة ، الأمر الذي يترتب عليه تحقيق التوازن بين جانبي العرض والطلب في السوق .

وتشير الأدبيات الاقتصادية الحديثة إلى تصنيفات مختلفة لنظريات الاستثمار سواء المباشر أو غير المباشر ، ويستند جزء كبير من هذه التصنيفات مثل نظرية ( Tobin ( Q إلى مدى تطور وكفاءة سوق رأس المال ، حيث تشير النظرية إلى دور سوق الأوراق المالية في توفير المؤشر اللازم لحوافز الاستثمار التي تواجه المشروعات ، كما أن قيام سوق رأس المال بعملية التوازن بين نشاط الادخار ونشاط الاستثمار ، وكذلك ربط قيمة الأصول المالية بقيمة الأصول الحقيقية يؤدي إلى التأثير في كل من :

- نمو الاستثمارات
- توجيه الاستثمارات

كما ترتبط حالة سوق رأس المال ارتباطا وثيقا بالتطورات الاقتصادية في المجتمع ، حيث يعكس ارتفاع أسعار الأوراق المالية حالة الرواج الاقتصادي في حين أن انخفاضها يعكس حالة الكساد في الاقتصاد . ومن ثم فإن حركة الأسعار في السوق تؤثر في نمط الاستثمار من خلال تحفيز المستثمرين على زيادة الاستثمارات أو زيادة السيولة . ويرتبط هذا بقدرة سوق رأس المال على تحديد القيمة الحقيقية للأوراق المالية . ولكي يستطيع المستثمر اتخاذ القرار السليم بشراء أو بيع الورقة المالية ، ينبغي أن تتوافر لديه المعلومات التي يحتمل أن تؤثر على القيمة السوقية ، وهذا ما يتطلب الوقوف على العوامل المحددة لتلك القيمة.

ويوجد مدخلان لتحليل البيانات هما : التحليل الأساسي ، والتحليل الفني . يعتني التحليل الأساسي بدراسة الظروف المحيطة بالمشروع سواء تمثلت في الظروف الاقتصادية العامة، أو ظروف الصناعة ، أو ظروف المشروع نفسه، وذلك بهدف الكشف عن معلومات تفيد في التنبؤ بالأرباح المستقبلية للمشروع والتي تعد محددا أساسيا للقيمة السوقية للسهم ، أما التحليل الفني فيركز على دراسة حركة الأسعار في الماضي بهدف اكتشاف نمط لهذا التغير يمكن أن يساعد في التنبؤ بالسعر في المستقبل.

ويؤدي سعي المستثمرين لتعظيم أرباحهم، ومن ثم تحليل المعلومات الواردة بأسرع ما يمكن في ضوء تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال إلى حركة عشوائية للأسعار من ناحية ، وتوجيه الموارد للاستثمارات الأكثر ربحية من ناحية أخرى . كما أن هذا الميكانيزم يعد عاملا فعالا للضغط على المشروعات لتحسين كفاءة الاستثمارات ونموها .

غير أن قدرة سوق رأس المال على تحديد القيمة الحقيقية العادلة للأوراق المالية وبالتالي قيام آليات السوق بدورها في التخصيص الكفء للموارد ونمو الاستثمارات يتوقف على مدى كفاءة هذه الأسواق، أي مدى توافر الشروط الأساسية التي تجعل سوق رأس المال تنسم بالكفاءة . ويعكس مفهوم السوق الكفاء استجابة أسعار الأوراق المالية على وجه السرعة وبطريقة ملائمة لجميع المعلومات المتاحة في السوق ، سواء كانت معلومات عن الحالة الاقتصادية ، أو معلومات عن الصناعة التي تنتمي إليها المنشأة ، أو معلومات عن المنشأة نفسها.

ويقتضي تحقيق كفاءة سوق رأس المال توافر عدة عوامل من أهمها الآتي :

- **كفاءة التسعير ( الكفاءة الخارجية )** : وتعني وصول المعلومات الجديدة إلى المتعاملين في السوق بسرعة ودون وجود فاصل زمني كبير ، كما أن تكلفة الحصول على هذه المعلومات تكون عند حدها الأدنى بما يمكن جميع المتعاملين من الحصول عليها .
  - **كفاءة التشغيل ( الكفاءة الداخلية )** : يقصد بها قدرة السوق على إحداث التوازن بين جانبي العرض والطلب دون أن يتحمل المتعاملون تكاليف عالية للوسطاء .
  - **عدالة السوق** : بمعنى إتاحة السوق لجميع المتعاملين فرصة متساوية للتعامل سواء من ناحية الوقت أو توافر المعلومات .
  - **الأمان** : ويقصد به ضرورة توافر وسائل للحماية ضد المخاطر التي تنجم عن الأطراف المتعاملين في السوق مثل مخاطر الغش والتدليس .
- وتؤدي دراسة مقومات كفاءة سوق رأس المال إلى طرح قضية الصيغ المختلفة لكفاءة السوق والتي تتمثل في ثلاث صيغ :

- **فرض الصيغة الضعيفة** : نقضي هذه الصيغة بأنه من المستحيل التنبؤ بسعر الورقة المالية اعتمادا على المعلومات المتاحة عن الأسعار في الماضي ، ومن ثم فإن التغيرات في الأسعار لا يوجد بينها أي ترابط أي تنسم بالحركة العشوائية . ويمكن اختبار فرض الصيغة الضعيفة من خلال سلسلة الارتباط وذلك بقياس الارتباط بين التغير في سعر سهم ما خلال فترة زمنية معينة .
- **فرض الصيغة المتوسطة القوة** : تشير هذه الصيغة إلى أن أسعار الأوراق المالية تعكس كل المعلومات المتاحة للجمهور سواء السابقة أو الحالية ، وكذلك التنبؤات المستقبلية سواء عن الاقتصاد العالمي أو الظروف المحلية أو ظروف الصناعة أو المؤسسة . ويمكن اختبار هذه الصيغة من خلال قياس مدى استجابة أسعار الأوراق المالية لبعض المتغيرات مثل الإعلان عن الأرباح أو التوزيعات .
- **فرض الصيغة القوية** : تعني هذه الصيغة أن سعر الورقة المالية يعكس جميع المعلومات المتاحة للجمهور وأيضا لفئات معينة مثل إدارة المؤسسة المصدرة للورقة المالية ، وبالتالي يستحيل على أي مستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية . ويمكن اختبار

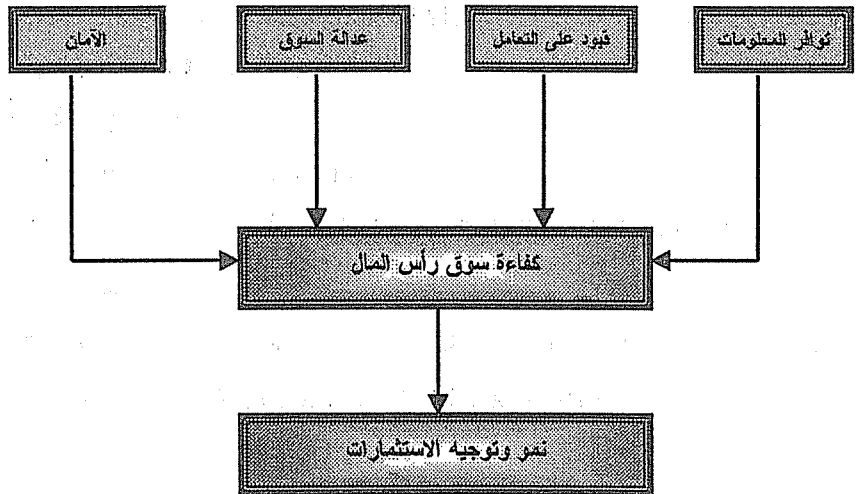
هذه الصيغة من خلال اختبار العائد الذي تحققه فئات معينة يفترض أن يتاح لها معلومات خاصة لا تتاح لباقي الجمهور .

والجدير بالملاحظة أن معظم الدراسات التطبيقية قد أيدت فرض الصيغة الضعيفة .  
ومما لا شك فيه أنه كلما تحسنت درجة كفاءة سوق رأس المال أدى ذلك إلى زيادة كفاءة المشروعات ، وزيادة التخصيص الكفاء للموارد مما يدفع بمعدلات النمو الاقتصادي في المجتمع إلى أعلى . ومما تقدم تكمن إشكالية الدراسة في تبيان مدى كفاءة سوق رأس المال في مصر وأثر ذلك على قيامها بدورها في نمو وتخصيص الاستثمارات في المجالات التي تتمتع بمزايا تنافسية .

### هدف الدراسة

تهدف الدراسة إلى ما يلي :

- أولاً : تحديد مدى توافر مقومات وأسس كفاءة سوق رأس المال في جمهورية مصر العربية بالمقارنة مع سوق الولايات المتحدة الأمريكية .
- ثانياً : تبيان مدى قدرة كفاءة سوق رأس المال على النمو والتوجيه الكفاء للاستثمارات .



## منهج الدراسة

تعتمد الدراسة على الجمع بين الدراسة التطبيقية المقارنة والنماذج الرياضية ، حيث أن التفاصيل الفنية لا يمكن الوصول إليها إلا من خلال الدراسة التطبيقية في حين أن الدراسات القياسية تنوصل إلى نتائج عامة دون تفاصيل . وتتطلب دراسة أثر كفاءة السوق على تخصيص ونمو الاستثمارات التعرف على الآتي :

### **أولاً : التعرف على مدى توافر مقومات وأسس كفاءة سوق رأس المال :**

يعتمد هذا الهدف على الدراسة التطبيقية بين كل من مصر والولايات المتحدة الأمريكية وذلك للتعرف على التفاصيل الفنية . ويقارن الباحث مدى توافر مقومات الكفاءة في كل من الدولتين من ناحية توافر شروط الكفاءة ( كفاءة التسعير - كفاءة التشغيل - عدالة السوق - الأمان ) . كما تتم المقارنة بالاستناد إلى مؤشرات تطور السوق مثل حجم السوق ، السيولة ، درجة التقلب ، درجة التركيز ، كفاءة التسعير . كما تتناول الدراسة هذا الهدف من خلال تطبيق نموذج تحليل الانحدار والارتباط لتوضيح طبيعة العلاقة بين مؤشر السوق كمتغير تابع ومدى استجابته للمتغيرات الاقتصادية كمتغير مستقل .

### **ثانياً : كفاءة السوق على التخصيص الكفاء للاستثمارات ونموها :**

تتناول الدراسة الاتجاهات القطاعية لتخصيص الاستثمارات في سوق رأس المال فيما بين القطاعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة ، على أساس أن كفاءة سوق رأس المال تقاس بقدرتها على التخصيص الكفاء للموارد ، ومن ثم توجيه الموارد نحو القطاعات التي تتمتع بمزايا تنافسية . وذلك من خلال مؤشرات مثل القوة النسبية لمؤشر القطاعات ، والعلاقة بين معامل المخاطر والعائد لكل قطاع . كما تتناول الدراسة أثر تطور سوق رأس المال على نمو الاستثمارات في مصر .

## فروض الدراسة

تقوم الدراسة على فرضين أساسيين :

- ١- أهمية دور سوق رأس المال في ظل اتجاه الاقتصاد المصري نحو اتباع آليات السوق .
- ٢- وجود علاقة ارتباط بين تطور كفاءة سوق رأس المال من ناحية ، وقدرة السوق على القيام بمهامها ووظائفها الأساسية خاصة في نمو وتخصيص الاستثمارات من ناحية أخرى .



... ..

## مقدمة :

يهدف هذا الفصل إلى دراسة الجوانب المختلفة لكفاءة أسواق رأس المال . وذلك من خلال التعرض للنظريات الحاكمة لأسواق المال، ومناقشة الأبعاد الاقتصادية لمفهوم الكفاءة. سواء من ناحية القياس، أو الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال. وينقسم هذا الفصل إلى المباحث الآتية:

**المبحث الأول: نظريات سوق رأس المال**

**المبحث الثاني: شروط تحقيق كفاءة سوق رأس المال**

**المبحث الثالث: أساليب وصيغ كفاءة سوق رأس المال**

Page 1

المبحث الأول  
نظريات سوق رأس المال

المبحث الأول  
نظريات سوق رأس المال

## المبحث الأول

## نظريات سوق رأس المال

## مقدمة :

يهدف هذا المبحث إلى مناقشة الإطار النظري الذي يستند إليه نشاط سوق رأس المال. وذلك من خلال بحث النظريات المختلفة التي تهتم بكيفية قيام كل من المستثمر والشركات بتخصيص الموارد خلال فترة زمنية معينة .  
ويبدأ المبحث بمناقشة ميكانيزم عمل سوق رأس المال، وينتقل بعد ذلك إلى طرح النظريات المختلفة بسوق رأس المال وهي :

**أولا : نظرية المحفظة**

**ثانيا : نموذج تسعير الأصول**

**ثالثا : نموذج العوامل**

**رابعا : نظرية تسعير المراجعة**

### مفهوم سوق رأس المال :

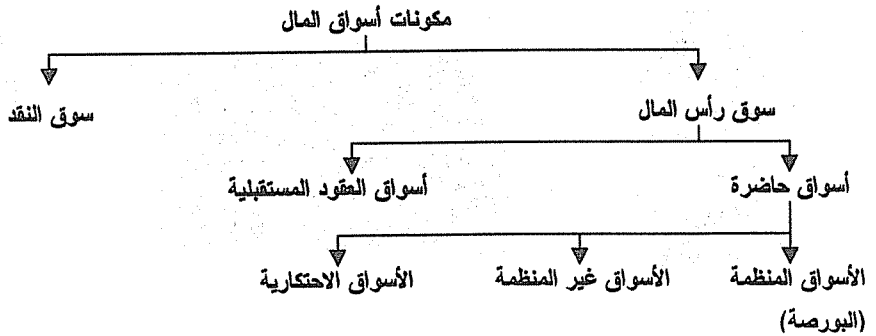
تعتبر سوق رأس المال جزءاً من أسواق المال، حيث تنقسم أسواق المال إلى أسواق النقد ، وأسواق رأس المال وتتعامل أسواق النقد في التمويل قصير الأجل ومن أهم مؤسساتها البنوك التجارية ، في حين تتعامل سوق رأس المال في التمويل طويل الأجل ، وتنقسم أسواق رأس المال إلى أسواق حاضرة وأسواق مستقبلية كما يظهر من شكل (١) . كما يتم التعامل في الأسواق الحاضرة من خلال ثلاثة أنواع من الأسواق هي :

أ - الأسواق المنظمة مثل البورصات.

ب - الأسواق غير المنظمة، ويتم تداول الأوراق المالية من خلال السماسرة والبنوك التجارية

ج - الأسواق الاحتكارية التي تتمثل في احتكار مؤسسات حكومية مثل البنوك المركزية في التعامل في أنواع معينة من الأوراق المالية. (١)

شكل (١)

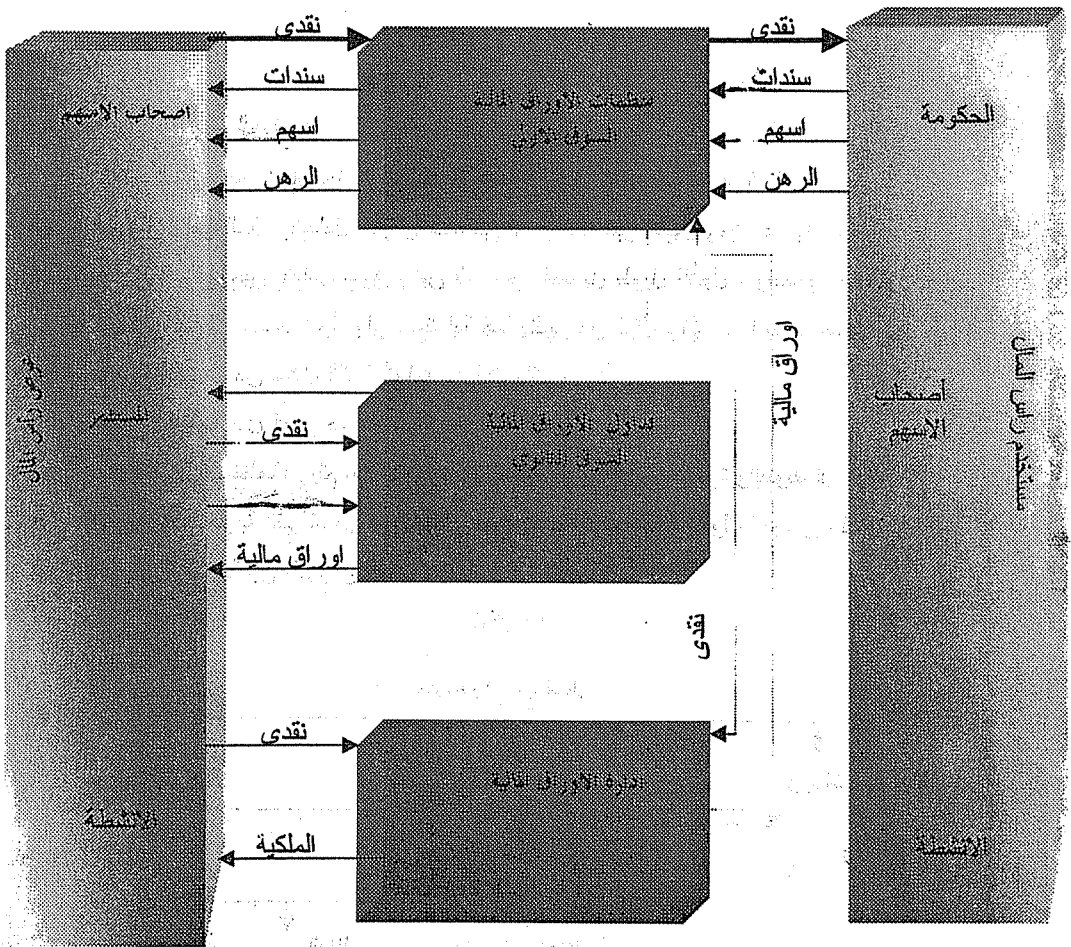


ويوضح شكل (٢) الهيكل العام لسوق الأوراق المالية ، حيث تنقسم السوق إلى عرض وطلب على الأوراق المالية ورأس المال، و يقوم المستثمرون بعرض رؤوس الأموال لتمويل المشروعات التي تطرح في سوق رأس المال في صور مختلفة من الأوراق المالية.

(١) د. منير هندی، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٥، ص ٦

## شكل (٢)

الهيكل العام لسوق الأوراق المالية



Source: Robert, C. Radcliffe, Investment, Addison-Wesley, New York, 1997, p.7

وتظهر الأنواع المختلفة للأوراق المالية من ثلاثة مصادر هي :

- إصدارات جديدة.
- التداول على الأوراق الموجودة في السوق.
- الطلبات الخاصة من محترفي إدارة محفظة الأوراق المالية.

ومن ناحية أخرى هناك مستخدمو رأس المال مثل الشركات التي تحتاج إلى رؤوس الأموال سواء لبدء النشاط أو للتوسع ، و الحكومة التي تطرح على سبيل المثال أذون الخزانة، والأفراد عندما يقتضون لتمويل مشترياتهم. ومن ثم فإن استهلاك الأفراد يحدد الطلب الكلي على الأوراق المالية، أما القرار الاستثماري للمنشآت فيحدد العرض الكلي للأوراق المالية ويتم عملية الطلب والعرض من خلال الآتي :

١- السوق الأولى : تقوم هذه السوق بتوفير الوساطة المالية للإصدارات الجديدة التي تطرح لأول مرة وتقوم المؤسسات المالية الوسيطة مثل بنوك الاستثمار بمساعدة الشركات في القرار الخاص بنوعية الأوراق المالية التي تطرح وحجمها وكذلك تعرف المشترين (عارضى النقود) بالاختيارات المختلفة المتاحة لشراء الأوراق المالية الجديدة

٢- السوق الثانوى : يتم في هذه السوق تداول الأوراق المالية الموجودة في السوق سواء بالبيع أو الشراء ومن ثم توفر هذه السوق مكانا محددا لتداول الأوراق المالية ، كما تقوم بالربط بين البائع والمشتري. وتؤدي إلى تحويل الإقراض طويل الأجل إلى قصير الأجل.

٣- إدارة الأوراق المالية : تشير إدارة الأوراق المالية إلى إدارة المحترفين من قبل الوسطاء الماليين حيث أدت التطورات المتلاحقة في الأسواق المالية إلى زيادة أهمية دور الوسطاء الماليين وتقدم شركات الوسطاء الماليين المعلومات والمعرفة عن الأنواع المختلفة من الأوراق المالية لكل المتعاملين في السوق . وبناء على ما سبق فإن ميكانيزم عمل سوق رأس المال يعمل على توفير وظائف عديدة ومهمة للاقتصاد من أهمها :<sup>(١)</sup>

(1) Ross Levine, Financial Development and Economic Growth, World Bank, Working Paper, No.1678, Washington, 1996, P.6

## ١- تخصيص الموارد بكفاءة

## ٢- تسهيل التداول وتتنوع المخاطر

## ٣- الإرشاد والرقابة على الشركات

## ٤- تعبئة المدخرات وزيادة الاستثمارات

وإزاء هذه الوظائف المهمة لسوق رأس المال فقد شهد العالم تطورا هائلا في نشاط سوق رأس المال في العقد الأخير حيث ارتفع الاستثمار الأجنبي غير المباشر في الأسواق الناشئة من ٣,٥ مليار دولار في عام ١٩٨٩ إلى ٣٢,٥ مليار دولار في عام ١٩٩٧ وارتفع رأس المال السوقي لاجمالي العالم من ١١٧١٢ مليار دولار عام ١٩٨٩ إلى ٢٣٥٤١ مليار دولار في عام ١٩٩٧، ووصلت قيمة التداول إلى ١٩٤٨٤ مليار دولار في عام ١٩٩٧ مقابل ٧٤٦٧ مليار دولار عام ١٩٨٩<sup>(١)</sup> وتعكس هذه الأرقام بصورة واضحة مدى التطور في نشاط سوق رأس المال بصورة كبيرة. ويتوقع أن يحدث نمو هائل في العقد المقبل.

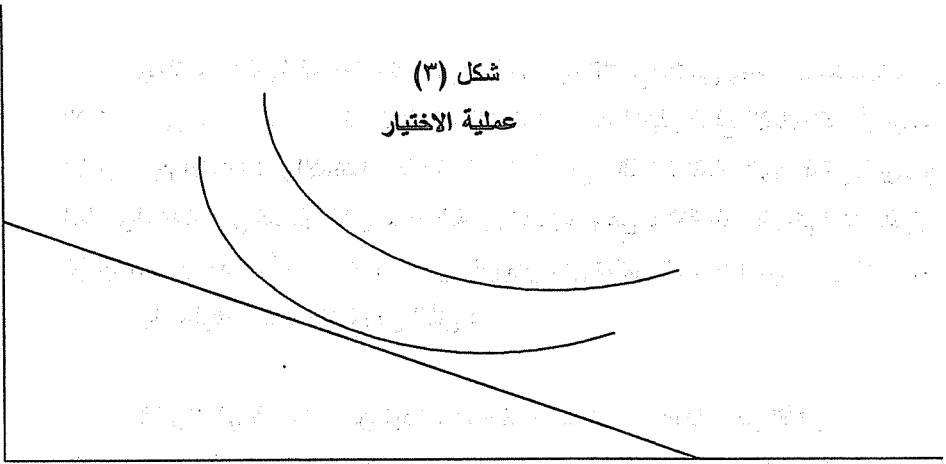
ولاشك أن هذا النشاط الهائل يحكمه إطار نظري مهم يؤثر فيه ويتأثر به. وتلعب النظريات دورا مهما في توضيح كيفية قيام سوق رأس المال بدورها الرئيسي في تخصيص الموارد وذلك من خلال توفير التبادل بين الأصول المادية والأصول العينية والربط بين المستثمرين والشركات لتحويل الموارد المالية الجارية إلى موارد مادية في المستقبل. ويهتم علم الاقتصاد بكيفية قيام المجتمع والأفراد بتخصيص الموارد النادرة في المجتمع، وتوزيع الثروة فيما بين أفراد المجتمع.

وهناك اختيارات عديدة أمام الأفراد كما توضحها الأشكال الثلاثة في شكل (٣) وهي :

- ١- الاختيار بين السلع الاستهلاكية.
- ٢- الاختيار بين الاستهلاك والاستثمار.
- ٣- الاختيار بين العائد والمخاطر.

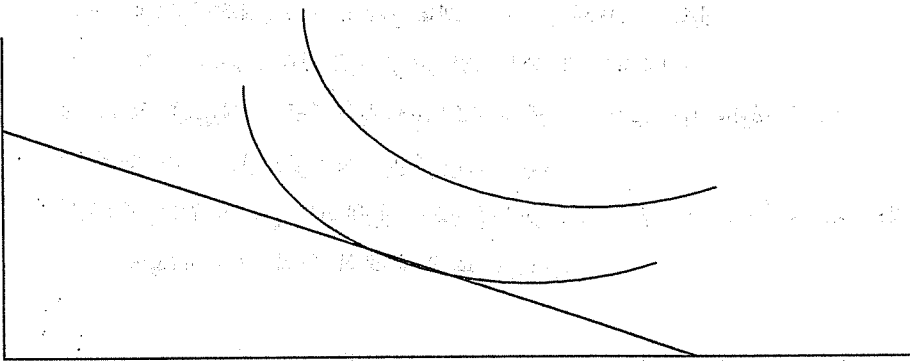


تفاح



برتقال

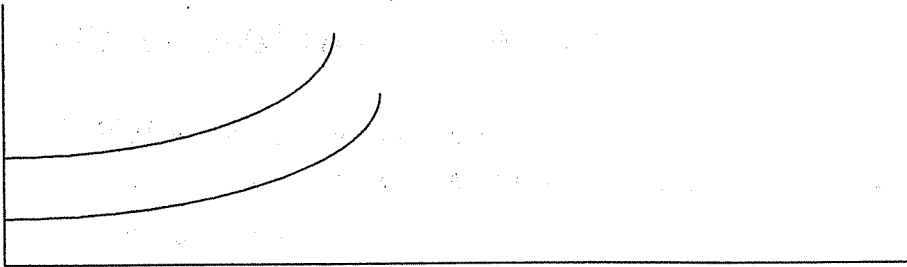
الاختيار بين السلع الاستهلاكية

نهاية  
الفترة

بداية الفترة

الاختيار بين الاستهلاك والاستثمار

العائد



المخاطر

الاختيار بين المخاطر والعائد

وبمقتضى نظرية المنفعة يمكن للفرد قياس كمية الإشباع التى يحصل عليها من الاستهلاك بوحدات تسمى وحدات المنفعة. ولذلك العلاقة بين إختيار السلع الاستهلاكية أو يبين الاختيار بين الاستهلاك والاستثمار علاقة عكسية، أما فى حالة الاستثمار تكون المقارنة يبين العائد والمخاطر هى المعيار الذى يستند إليه فى الاختيار وهى علاقة طردية. ويتم اتخاذ القرار الرشيد فى ظل عدم التأكد من خلال بعض الفروض التى تعكس الحد الأدنى من الشروط الضرورية للسلوك الرشيد وتتمثل فى الآتى :

- ١- القدرة على المقارنة بين البدائل المختلفة وتفضيل أحد البدائل على الآخر
  - ٢- الانتقالية ، بمعنى إذا كان الفرد يفضل  $X$  عن  $Y$  ويفضل  $Y$  عن  $Z$  إذن فهو يفضل  $X$  عن  $Z$  بالتبعية
  - ٣- الاستقلالية القوية ، بحيث إذا كان هناك اختلافات للفرد فى الاحتمالات فسوف يختلف أيضا فى الاختيار.
  - ٤- القابلية للقياس ، بحيث تكون هناك علاقة بين الدخل والاختيار
  - ٥- الترتيب ، بمعنى قيام الفرد بترتيب الاحتمالات المختلفة أمامه
- توضح هذه البديهيات المنفعة الأساسية، كما تطرح الفروض الآتية حول سلوك الفرد :
- أولاً :** افترض أن كل الأفراد يتخذون قرارات رشيدة
- ثانياً :** قدرة الأفراد على اتخاذ القرار الرشيد فيما بين بدائل مختلفة عديدة أو وجود بدائل عديدة يقوم الأفراد باتخاذ القرار الرشيد من بينها .

ومن ناحية أخرى فإن الاختيار فى مجال العائد والمخاطر يحكمه إطار نظرى يفسر عملية الاختيار وسلوك الأفراد والمنشآت فى تخصيص الموارد المالية ومن أهم هذه النظريات ما يلى:

### أولاً : نظرية المحفظة : وضع أساسها هارى ماركوتز

- تقوم نظرية المحفظة على خمسة فروض رئيسية هى :
- ١- يهدف المستثمر إلى تعظيم المنفعة المتوقعة لفترة واحدة كما يعكس منحني المنفعة له تناقص المنفعة الحدية لثروته.
  - ٢- يستند القرار الاستثمارى على متغيرين أساسيين هما العائد والمخاطر، ويعد منحني المنفعة دالة للعائد المتوقع وأيضا الانحراف المعياري للعائد.

٣- ينظر المستثمر إلى كل بديل استثماري من منظور التوزيع الاحتمالي للعائد المتوقع عبر الزمن.

٤- ينظر المستثمر إلى المخاطر إلى كونها التقلب في العائد المتوقع.

٥- يقيم المستثمر البدائل الاستثمارية على أساس بغضه للمخاطر.

وتشير فروض نظرية المحفظة إلى أن العائد المتوقع والمخاطر هما المتغيران الأساسيان للامان للقرار الاستثماري وتعنى محفظة الاستثمار تشكيلة من أوراق مالية مختلفة ولذلك عند حساب عائد المحفظة لابد من الاعتماد على المتوسط الحسابي المرجح بالأوزان لعوائد الاستثمارات الفردية المكونة للمحفظة وهو ما تمثله المعادلة التالية: (١)

$$Q (M) = \sum_{i=1}^N W_i \times Q (M_i)$$

Q (M) ← العائد المتوقع من المحفظة

N ← عدد البدائل الاستثمارية

وزن كل بديل استثماري في المحفظة

Q (M<sub>i</sub>) ← القيمة المتوقعة لعائد كل استثمار فردي في المحفظة

ومن ناحية أخرى ينظر إلى المخاطر على إنها مقياس نسبي لمدى تقلب العائد الذي يتوقع الحصول عليه في المستقبل وتتنوع المخاطر إلى أنواع عديدة من أهمها :

١- مخاطر السوق.

٢- مخاطر سعر الفائدة.

٣- مخاطر القوة الشرائية.

٤- مخاطر الإدارة.

٥- مخاطر التوقف عن السداد.

(1) David, S.Kidwell, Financial Institution, Markets and Money, Dryden press, New York, 1993,p.214.

وتصنف المخاطر إلى مخاطر منتظمة ومخاطر غير منتظمة، وتعرف المخاطر المنتظمة بالمخاطر التي لا يمكن التخلص منها أو تخفيضها بالتنوع. أما المخاطر غير المنتظمة فهي المخاطر التي يمكن التخلص منها أو تخفيضها بالتنوع. ويمكن حساب المخاطر على أساس الانحراف المعياري للتدفقات النقدية وهو يعادل الجذر التربيعي للتباين

$$\sigma = \sqrt{\sigma^2}$$

كما يمكن مقارنة المخاطر بقسمة الانحراف المعياري على القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية. وهو ما يعرف بمعامل الاختلاف حيث يوضح المخاطر لكل جنيه من القيمة المتوقعة للتدفقات النقدية

معامل الاختلاف =

$$\frac{\sigma}{\bar{C}}$$

ويمكن استخدام المقياس النسبي للمخاطر المنتظمة وهو ما يطلق عليه بيتا =

$$\frac{\partial C_p}{\partial C_m}$$

غ ← التباين بين عائد السهم وعائد السوق

$\sigma^2$  ← التباين لعائد السوق

ويتحدد معامل بيتا =

$$\frac{\Delta C_p}{\Delta C_m}$$

$\Delta C_p$  ← التغير في عائد السهم

$\Delta C_m$  ← التغير في عائد السوق

و يتراوح عادة معامل بيتا للأوراق المالية بين ٠,٥ و ١,٥ وإذا كان معامل بيتا للسهم أكبر من معامل بيتا للسوق أى أكبر من الواحد ، فيكون سهمها هجوميا ، أما إذا كان أقل من الواحد فيكون سهمها دفاعيا.

ومن ناحية أخرى يرتبط اختيار أفضل توليفة من الاستثمارات بمنحنيات السواء التى تعكس تفضيلات المستثمر فى شأن العائد المتوقع والمخاطر حيث يمثل كل منحني سواء كل التوليفات الممكنة من الاستثمارات الفردية التى لها نفس الجاذبية للمستثمر وتبين التوليفات على نفس المنحنى من حيث نسبة الموارد المالية المخصصة لكل ورقة مالية تتضمنها التوليفة

ولكن جميع المحافظ التى تقع على منحني سواء معين لها نفس الجاذبية من وجهة نظر المستثمر، ولكن المحفظة التى تقع على منحني سواء اعلى تكون منفعتها المتوقعة اكبر من المحفظة التى تقع على منحني أسفل منه.

وتتحدد المحفظة الخطرة المثلى وفقا لنظرية المحفظة بنقطة تماس منحني السواء مع حدود المجموعة المتاحة أو الممكنة من توليفات الاستثمار، ولا يمكن أن يحدث هذا التماس إلا فى نقطة واحدة مما يعنى أنه لا يوجد سوى محفظة مثلى واحدة لكل مستثمر. حيث يوجد شرطان أساسيان للمفاضلة بين المجموعة الممكنة من الاستثمارات يعكس توافرها المجموعة أو الحد الكفء حيث تتسيد هذه المجموعة جميع الفروض الاستثمارية الأخرى .

ويتمثل الشرطان فى الآتى: (١)

١- اختيار التوليفة التى تحقق أقصى عائد متوقع فى ظل مستوى معين من المخاطر

٢- اختيار التوليفة التى تتعرض لمخاطر أقل فى ظل مستوى معين من العائد

ويمكن أن يطلق على هذين الشرطين ما يعرف بمبدأ السيادة أو السيطرة بمعنى إمكانية استخدام العائد والمخاطر للاستثمارات المتاحة كأساس للمفاضلة بين الاستثمارات المختلفة ، فإذا تساوى العائد المتوقع فإن أفضلها الذى يتعرض لمخاطر أقل وإذا تساوى حجم المخاطرة فإن أفضلها البديل الذى يتولد عنه أقصى عائد.

### ثانيا : نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM

يوضح نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذى يرجع الفضل فى استحداثه إلى وإليم شارب (١٩٦٤) الإطار لكيفية تسعير المخاطر للأصول الرأسمالية، حيث يقضى بأن معامل بيتا الذى يقيس المخاطر المنتظمة يعد دالة للعائد المتوقع للورقة المالية ويمكن تعريفه بتوازن العلاقة بين المخاطر والعائد المتوقع على الأصول ذات المخاطر <sup>(١)</sup> ويرتبط النموذج بالعائد المطلوب على أى ورقة مالية بالنسبة للمخاطر التى تحسب من خلال بيتا ويقوم النموذج على الفروض الآتية :

١-تمائل توقعات المستثمرين بخصوص العوائد المتوقعة والانحرافات المعيارية والتغاير لها.

٢-يقيم المستثمر المحفظة على أساس العائد والمخاطر ويمتد التقييم لفترة واحدة فقط.

٣-يسعى المستثمر دائما لمزيد من العائد ، كما أنه ييغض المخاطر.

٤-قابلية الأصول المالية للتجزئة ومن ثم يمكن للمستثمر شراء أى كمية يرغبها من ورقة معينة ، مهما تضاعل حجم تلك الكمية.

٥-يمكن للمستثمر أن يقرض ويقترض على أساس معدل العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر.

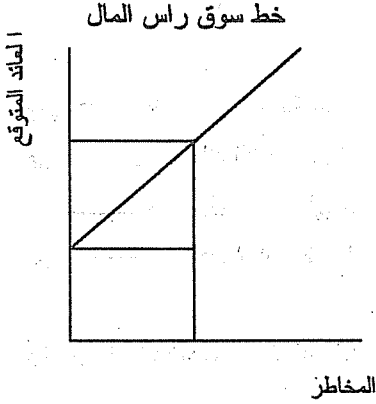
٦-عدم وجود تكلفة للمعاملات ولا توجد ضرائب على الأرباح.

٧-وصول المعلومات إلى المستثمرين بسرعة وبدون تكلفة.

(1) Charles, P. Jones, Investment Analysis and management, John Wily & Sons, Inc., New York, 1996, P.665.

وتعكس هذه الفروض كيفية بناء النموذج من أجل تسعير المخاطر وذلك بناء على وجود علاقة خطية بين العائد والمخاطر وهو ما يطلق عليه خط سوق رأس المال (CML)

شكل (٤)



ويوضح خط سوق رأس المال كما يظهر من شكل (٤)

العلاقة بين المخاطر والعائد

المتوقع. وتعكس كل نقطة على

الخط العائد والمخاطر لمحفظة ما

كما يعبر الخط عن المحفظة الخطرة

المثلى وهي محفظة السوق ولذا يطلق

على هذا الخط مجموعة الكفاءة

لنموذج تسعير الأصول وتمثل المحافظ

التي تقع على خط سوق رأس المال المحافظ

الكفاء، أما المحافظ التي لا تقع على الخط فهي محافظ لا تتسم بالكفاءة لأنها لا تتضمن محفظة السوق. ويرجع ذلك إلى أن تأثير منحني السواء للمستثمر في تحديد التوليفه المكونة للمحفظة الخطرة المثلى يتوقف فقط على نسب توزيعات مخصصات المحفظة بين الاستثمار الخالي من المخاطر ، وبين المحفظة الخطرة المثلى التي تمثل المحفظة الوحيدة على الحد الكفاء، أى أن منحني السواء لا تأثير له في تحديد التوليفه المكونة للمحفظة الخطرة المثلى .

وبناء على ذلك، أى كانت اتجاهات المستثمر بشأن المخاطر ، فإن نصيبه من الاستثمارات الفرديه المكونة للمحفظة الخطرة المثلى لن يختلف عن غيره من المستثمرين الذين لهم اتجاهات مختلفة بشأن المخاطر وهذا ما يطلق عليه نظرية الانفصال التى تقضى بأن التوزيع الأمثل على الاستثمارات الفرديه المكونة للمحفظة الخطرة المثلى لن يختلف باختلاف نظرة المستثمر للمخاطر

ويمكن قياس العائد الذى يتوقع أن يحققه المستثمر من محفظة ذات كفاءة تقع على خط سوق رأس المال من خلال معادلة خط سوق رأس المال أى خط تسعير السوق للمخاطر وهى معادلة نموذج تسعير مخاطر الأصول الرأسمالية أى نموذج تسعير الأصول الرأسمالية

و تتمثل المعادلة في الآتي:

$$M = \frac{\partial M}{\partial \sigma} \sigma + \frac{\partial M}{\partial \rho} \rho$$

- مـ ← عائد المحفظة هـ  
 مـ ← العائد الخالي من المخاطر  
 مـ ← الانحراف المعياري لعائد محفظة السوق  
 مـ ← معدل العائد على محفظة السوق  
 مـ ← معدل العائد على الاستثمار الخالي من المخاطر

وتعكس المعادلة اعتماد عائد المحفظة على جانبيين هما :

أولاً : العائد الخالي من المخاطر وهو يمثل ثمن الانتظار وتعويض المستثمر عن حرمانه من استغلال أمواله في المخاطر ( م ي )

ثانياً : عائد يعوض المستثمر عن المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار أي ثمن المخاطر وهي

$$\frac{\partial M}{\partial \sigma} \sigma$$

و يلاحظ أن المحفظة ذات الكفاءة تكون المخاطر الكلية  $\sigma$  مساوية للمخاطر المنتظمة ( تا هـ )

وبناء على ما سبق ، فإن نموذج تسعير الأصول الرأسمالية CAPM يعد امتداداً لنظرية المحفظة لماركوتر خاصة من ناحية أن العائد الذي يتوقع أن يحصل عليه المستثمر يعد تعويضاً فقط عن المخاطر المنتظمة التي لا يمكن التخلص منها بالتوزيع أما المخاطر غير المنتظمة فإنها تحدث نتيجة خطأ المستثمر الذي لم يقم بالتخلص منها من خلال التوزيع ومن ثم لا مجال لتعويضه عنها .



### ثالثاً : نموذج العوامل

يوضح نموذج العوامل المحددات والعوامل التي تحدد العائد على الاستثمار خلال فترة زمنية معينة وبالمطبع قد تتغير هذه المحددات من فترة إلى أخرى كما إنها لا تتدخل في مدى كفاءة السوق أو التوازن ، وإنما ينصب اهتمامها فقط بالعوامل المحددة لعائد الاستثمار وينقسم نموذج العوامل إلى ثلاثة نماذج هي :

#### ١- نموذج العامل الواحد

يعنى نموذج العامل الواحد وجود عامل واحد فقط مشترك يحدد العائد المتوقع عن الاستثمار فى أى ورقة مالية . وذلك مثل معدل نمو إجمالي الدخل القومى

#### ٢- نموذج العوامل المتعددة :

يشير نموذج العوامل المتعددة إلى تأثير الأوراق المالية بعوامل عديدة مثل التوقعات بخصوص أسعار الفائدة ومعدلات التضخم ومعدلات النمو الإقتصادى. وقد يكون هناك نموذج العاملين أى أن عوائد الأوراق المالية المتداولة فى السوق تتأثر بعاملين فقط . أو قد يكون نموذج العوامل لأكثر من عاملين بمعنى تأثير الورقة المالية بعوامل عديدة ويستند نموذج العوامل المتعددة إلى ثلاثة فروض هي :

- القيمة المتوقعة للعائد الذى يرتبط بالمنشأة المصدرة للورقة المالية يساوى صفراً.
- عدم وجود ارتباط بين عوائد الأوراق المالية التى تصدرها المنشآت والتى ترتبط بطبيعة وظروف كل منشأة.
- عدم وجود ارتباط بين العامل المشترك وبين العوائد التى تعزى لظروف المنشأة ذاتها.

#### ٣ - نموذج العوامل القطاعية :

يركز نموذج العوامل القطاعية على العوامل المؤثرة فى الورقة المالية التى تصدرها منشآت تنتمى إلى قطاع معين، حيث تتغير عوائد الأوراق المالية لقطاع اقتصادى ما نتيجة عوامل خاصة بالقطاع فكل قطاع له خصائص تميزه عن القطاعات الأخرى.

ولذلك يركز النموذج على العوامل المرتبطة بذلك القطاع فقط دون غيره . وهذا يعنى أن كل ورقة مالية متداولة في السوق ، يتأثر عائدها بعامل واحد فقط هو ذلك الذى يرتبط بالقطاع الذى تنتمى إليه المنشأة المصدرة للورقة المالية .

ومن ناحية أخرى أشارت معظم الدراسات التطبيقية إلى حوالى خمسة عوامل رئيسية تؤثر في عوائد الورقة والسعر في السوق . وقد حدد Ross roll أهم هذه العوامل في الآتى <sup>(١)</sup>

- ١- التغيرات في التضخم المتوقع.
- ٢- التغيرات غير المتوقعة في التضخم.
- ٣- التغيرات غير المتوقعة في الإنتاج الصناعى.
- ٤- التغيرات غير المتوقعة في علاوة المخاطر.
- ٥- التغيرات غير المتوقعة في هيكل وشروط معدلات الفائدة.

وبعض الدراسات حددت العوامل في الآتى :

- ١- المخاطر المهملة.
- ٢- هيكل وشروط معدلات الفائدة.
- ٣- التضخم والانكماش.
- ٤- مخاطر السوق الكامنة.

#### رابعاً : نظرية تسعير المراجعة

تعد نظرية تسعير المراجعة نظرية للتوازن، تحكم العلاقة بين عائد الورقة المالية والمتغيرات المؤثرة على ذلك العائد وتستند نظرية تسعير المراجعة إلى الفروض التالية :

- ١- اتسام سوق رأس المال بالمنافسة الكاملة حيث لا يوجد تكلفة للمعاملات أو ضرائب كما لا يوجد قيود على البيع على المكشوف.
- ٢- محصلة عائد الورقة المالية نتيجة عدد من العوامل.
- ٣- يسعى المستثمر دائماً لتعظيم ثروته.

- ٤- تجانس توقعات المستثمرين بشأن عدد ونوعية العوامل المؤثرة على عائد الورقة المالية  
 ٥- عدم وجود مخاطر تحد من فرص المراجعة المربحة  
 ٦- يمكن الاقتراض بمعدل يساوى العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر

وتشير نظرية تسعير المراجعة إلى أن الأوراق المالية التى تتعرض لنفس العوامل لمصادر المخاطر تحقق نفس العائد، وعندما لا يحدث ما يسمى بقانون السعر الواحد تحدث عملية المراجعة حيث يقوم المراجعون بالأندفاع لشراء الورقة ذات العائد المتوقع المرتفع وبيع الورقة ذات العائد المتوقع المنخفض والنتيجة هى ارتفاع سعر الورقة المالية الأولى وبالتالي ينخفض العائد المتوقع منها كما ينخفض سعر الورقة الثانية ويرتفع بالتالى العائد المتوقع منها وهكذا يستمر نشاط المراجحين إلى أن يتساوى عائد الورقتين أى تختفى أرباح المراجعة ويتحقق التوازن فى أسعار الأوراق المالية وبهذا يختفى عائد المراجعة ليتمثل العائد النهائى للورقة المالية فى عائد للتعويض عن المخاطر المصاحبة للعوامل بالإضافة إلى عائد مقابل عنصر الزمن أى العائد على الاستثمار الخالى من المخاطر (١).

ويرتبط نشاط المراجحين بقدرتهم على البيع على المكشوف بما يعنى أن تباع الورقة أولاً ثم تشتري فيما بعد عندما تنخفض قيمتها السوقية عن القيمة التى سبق أن بيعت بها وبالطبع هذا مرهون بتوقع البائع انخفاض القيمة السوقية للأوراق المالية محل الصفقة ومن ثم لا يستثمر المراجع أمواله من موارده الخاصة فى حين انه يحقق عائد دون أن يتعرض للخسائر.

وبناء على ما سبق ، فإن نظرية تسعير المراجعة تعتبر أكثر عمومية من نموذج تسعير الأصول الرأسمالية الذى يقوم بالتوازن بها على أساس متغير واحد يؤثر فى العائد هو تباين ذلك العائد ومن ناحية أخرى مادام توازن السوق يحدث عندما تختفى فرصة المراجعة فإن كل توازن لابد أن يتسم بوجود علاقة خطية بين العائد المتوقع من الاستثمار ومعامل حساسية ذلك العائد للعوامل المؤثرة عليه .

(1) Charles, P. Jones, Investments Analysis and Management, op.cit, p.321.

في هذه الحالة، فإننا نلاحظ أن القيمة المتوقعة للقيمة المتوسطة هي ١٠٠، وهذا هو نفس القيمة التي حصلنا عليها في المثال الأول. وهذا يعني أن القيمة المتوقعة للقيمة المتوسطة هي ١٠٠، وهذا هو نفس القيمة التي حصلنا عليها في المثال الأول.

الآن، لنفترض أننا نريد أن نحسب القيمة المتوقعة للقيمة المتوسطة في حالة أخرى. لنفترض أننا نريد أن نحسب القيمة المتوقعة للقيمة المتوسطة في حالة أخرى. لنفترض أننا نريد أن نحسب القيمة المتوقعة للقيمة المتوسطة في حالة أخرى.

## المبحث الثاني

في هذا المبحث، سنناقش بعض المفاهيم الأساسية في الإحصاء، مثل القيمة المتوقعة، والقيمة المتوسطة، والقيمة المتغيرة. سنناقش أيضًا بعض المفاهيم المتقدمة، مثل القيمة المتوقعة الشرطية، والقيمة المتوسطة الشرطية، والقيمة المتغيرة الشرطية.

## شروط تحقيق كفاءة

## سوق رأس المال

في هذا المبحث، سنناقش بعض المفاهيم الأساسية في الإحصاء، مثل القيمة المتوقعة، والقيمة المتوسطة، والقيمة المتغيرة. سنناقش أيضًا بعض المفاهيم المتقدمة، مثل القيمة المتوقعة الشرطية، والقيمة المتوسطة الشرطية، والقيمة المتغيرة الشرطية.

في هذا المبحث، سنناقش بعض المفاهيم الأساسية في الإحصاء، مثل القيمة المتوقعة، والقيمة المتوسطة، والقيمة المتغيرة. سنناقش أيضًا بعض المفاهيم المتقدمة، مثل القيمة المتوقعة الشرطية، والقيمة المتوسطة الشرطية، والقيمة المتغيرة الشرطية.

## مقدمة :

يعتبر مفهوم الكفاءة لسوق رأس المال من أهم الجوانب الرئيسية لدراسة تطور أسواق رأس المال. ويتباين مفهوم الكفاءة في سوق رأس المال عن المفهوم التقليدي في الاقتصاد بصفة عامة وفي العمليات الإنتاجية بصفة خاصة، وذلك نظرا لخصوصية ميكانيزم عمل أسواق رأس المال. ويهدف هذا المبحث إلى دراسة الأبعاد الاقتصادية المختلفة لمفهوم كفاءة سوق رأس المال وذلك من خلال التعرض إلى :

- مفهوم الكفاءة.
- أهم نماذج قياس الكفاءة.
- مؤشرات تطور سوق رأس المال.

## مفهوم كفاءة سوق رأس المال :

تعتمد عمليتا الإقراض والاقتراض في سوق رأس المال، وبالتالي تخصيص الموارد على مدى كفاءة سوق رأس المال حيث يعتمد المنتج على معدل الإقراض والاقتراض في السوق في تحديد معدل العائد على المشروع وتكلفة الفرصة البديلة ويتم التخصيص بكفاءة عندما تتساوى الأسعار في السوق مع المعدل الحدى للعائد لكل من المنتجين والمدخرين (١) وتخصيص الموارد في السوق الكفاء للمدخرات النادرة يكون تخصيصا أمثل لأنه يوجه الموارد نحو الاستثمارات المنتجة مما يعود بالنفع على كل المتعاملين في السوق وكذلك على الاقتصاد القومي .

وتعتبر المعلومات في سوق رأس المال المدخل الرئيسى لتحديد أسعار الأوراق المالية والمحور المركزى لمفهوم الكفاءة وتعرف كفاءة سوق رأس المال " أن تعكس أسعار الأوراق المالية بالكامل كل المعلومات المتاحة بسرعة وبدقة (٢) ويشير هذا المفهوم الى ثلاثة عناصر رئيسية هي :

### ١- التأثير الكامل

يفترض مفهوم الكفاءة أن المستثمر سوف يستوعب كل المعلومات لاتخاذ قرار الشراء والبيع ومن ثم تعكس أسعار أسهم أى شركة كل المعلومات المفروض أن تؤثر عليها.

### ٢- جميع المعلومات متاحة :

يفترض مفهوم كفاءة السوق أن كل المعلومات الموجودة متاحة و تنعكس على الأسعار متضمنة المعلومات الماضية وكذلك المعلومات الجارية فى الحاضر وأيضا المعلومات المستقبلية مثل توقع المستثمرين انخفاض معدل الفائدة مما ينعكس على الأسعار فى الوقت الحاضر.

(1) Thomas, E. Copeland, Financial Theory and corporate Policy, Addison-Wesley Publishing, New York, 1997, p 115.  
 (2) Charles, P. Jones, Investments Analysis and Management, op.cit, 1996, p.245.

### ٣- السرعة والدقة :

ينطوي مفهوم الكفاءة على إحداث التعديل في الأسعار بسرعة مع معرفة المعلومات الجديدة وتوافر معلومات غير متحيزة، الأمر الذي يؤدي الى هبوط الخطأ في القيم المتوقعة ولا يعنى هذا أن السعر الجديد يعكس دائما سعر التوازن الجديد لكنه فقط يكون سعرا عادلا للتوازن النهائي الذي يحدث بعد قيام المستثمر بتقييم كل المعلومات. كما لا يوجد في السوق الكفاءة فاصل زمني بين تحليل المعلومات الجديدة وبين الوصول الى نتائج بخصوص سعر الأوراق المالية .

ويعتبر هذا المفهوم لكفاءة سوق رأس المال هو ما يعرف بالكفاءة الكاملة التي تقتضى توافر مقومات وشروط السوق الكاملة التي تتمثل في الآتي :

١- وجود عدد كبير من المستثمرين يتصفون بالرشد ، ويسعى كل مستثمر لتعظيم الربح من خلال التحليل والتوقعات العلمية . ولكن لا يستطيع أى مستثمر بمفرده التأثير فى سعر الورقة المالية .

٢- توافر المعلومات بسرعة ودقة ، وبدون تكاليف . ومن ثم تتماثل توقعات كل المستثمرين نظرا لتماثل المعلومات المتاحة أمامهم .<sup>(١)</sup>

٣- توافر المعلومات فى صورة عشوائية وسهولة الدخول والخروج من السوق فى ظل عدم وجود قيود على التعامل مثل تكاليف المعاملات أو الضرائب .

٤- استجابة المستثمر بسرعة ودقة للمعلومات الجديدة ، ومن ثم تعديل أسعار الأوراق المالية.

(١) د . منير هندی ، الأوراق المالية واسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٤٩٤

ويتضح من تحليل هذه الشروط إنها تتسم بالجمود فى الواقع العملى ، حيث يصعب توافرها فى العديد من الأسواق، ويبقى الشرط الأول الخاص بسعى المستثمر الى تعظيم المنفعة حيث يتسم هذا الشرط بالواقعية وسهولة تحقيقه ، وبالتالي يكون هو المحور الأساسي لكفاءة السوق ويعكس هذا الشرط الانتقال من مفهوم الكفاءة الكاملة الى مفهوم الكفاءة الاقتصادية .

وتتسم الكفاءة الاقتصادية بوجود فاصل زمنى بين وصول المعلومات الى السوق وانعكاس تلك المعلومات على أسعار الأوراق المالية ويتطلب ذلك توافر سمتين أساسيتين هما :

#### ١- كفاءة التسعير

#### ٢- كفاءة التشغيل

##### ١ - كفاءة التسعير:

تعرف كفاءة التسعير بأنها الكفاءة الخارجية لأنها تعتمد على وصول المعلومات الى المتعاملين بالسوق بسرعة وبتكلفة منخفضة ويكون أمام كل المتعاملين فى السوق الفرصة لتحليل المعلومات وتحقيق الأرباح وينعكس هذا على صعوبة تحقيق أرباح غير عادية والمستثمر الذى يخسر يكون بسبب جهله وعدم تحليله للمعلومات المتوافرة فى السوق .

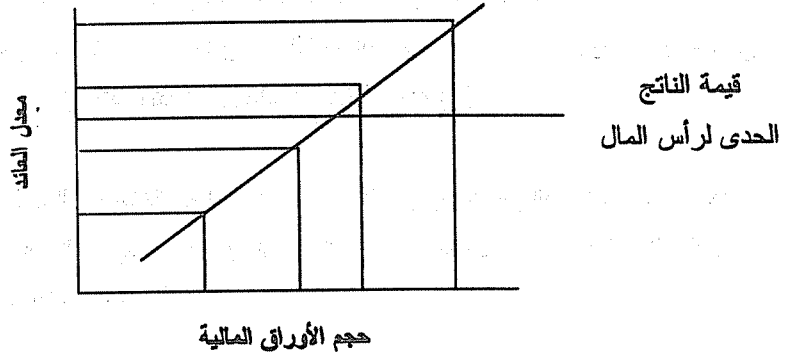
##### ٢ - كفاءة التشغيل:

تعرف كفاءة التشغيل بالكفاءة الداخلية أى قدرة السوق على إحداث التوازن بين الطلب والعرض وذلك فى ظل وجود تكاليف للمعاملات منخفضة . وبالتالي تحدث عملية التداول بسرعة وبحجم كبير . ومن ثم تكون فرصة المتخصصين فى تحقيق هامش ربح ضئيلة ومن خلال زيادة الطلب على الأوراق المالية للمنشآت الواعدة ، ترتفع أسعار الأوراق المالية للمنشآت الواعدة . فى حين ينخفض الطلب على الأوراق المالية للمنشأة غير الواعدة ، ومن ثم تنخفض أسعار الأوراق المالية لهذه المنشآت . ومن خلال تغير العرض والطلب يحدث التوازن فى الاقتصاد القومى ومع تطور كفاءة سوق رأس المال تتطور الكفاءة التخصيصية فى الاقتصاد وتحقق الكفاءة الاقتصادية كما يتضح من شكل (٥).



## شكل (٥)

## كفاءة سوق رأس المال وكفاءة الاقتصاد



يعكس شكل (٥) العرض والطلب الكلى لرأس المال من خلال طلب المنشآت لرأس المال وعرض الأفراد لرأس المال.<sup>(١)</sup> ويوضح الشكل العلاقة بين معدل العائد وكمية الأوراق المالية للمنشآت، وتظهر العلاقة في صورة اختيارات عديدة للاستثمار تتعكس على وجود سعرين، أحدهما لطلبات الشراء والآخر لطلبات البيع، وتعتمد طلبات الشراء على السيولة للمتعاملين والمعلومات المشجعة على الشراء، بينما تتوقف طلبات البيع على الحاجة إلى السيولة والمعلومات غير المشجعة. ومع زيادة الاستثمارات في المنشآت المربحة يتجه الاقتصاد نحو تحقيق الكفاءة الاقتصادية عند تساوى الناتج الحدى للمنتجين والمدهرين .

## أساليب قياس فرضية السوق الكفاء:

اعتمدت الدراسات الأولية التي تناولت كفاءة سوق رأس المال على التحليل التطبيقية دون الاستناد إلى إطار نظري وهو ما جعل Fama يقوم بصياغة فرضية السوق الكفاء في إطار نموذج المباراة العادلة ، والذي ينص على أن سعر التداول في السوق يعكس كل المعلومات المتاحة عن الأوراق المالية ، ويتسق مع مستوى مخاطر الاستثمار فيها.

(1) James Dow & Gorton, stock Market Efficiency and Economic Efficiency, the Journal of Finance. Vol. L11. No. 3. July 1997, p154.

ويعتمد سعر الورقة المالية وفقا لهذه الصيغة على كل المعلومات المتاحة عن النقطة الزمنية  $(t)$  ويتغير السعر عند وصول معلومة جديدة بين النقطتين  $(t)$  ,  $(t+1)$  ليصل السعر إلى  $(Pt+1)$  الذى يعكس تأثير المعلومات الجديدة ويتصف ورود المعلومات بالحركة العشوائية ، مما يجعل السعر الذى يتوقعه المستثمر عند النقطة الزمنية  $(t+1)$  لا يكون مساويا - فى الغالب- للسعر الذى يتم عنده التداول فى تلك اللحظة  $(t+1)$ . (١)

ويؤدى ذلك الى صياغة خطأ التنبؤ على أنه الفرق بين السعر الذى تم به تداول الورقة المالية فى اللحظة الزمنية  $(t+1)$  والسعر الذى توقعه المستثمر أن يسود فى تلك اللحظة ، كما توضحه المعادلة الآتية : (٢)

$$\Sigma_t + 1 = p_t + 1 - E_t(p_t + 1)$$

حيث :

$$\Sigma_t + 1 \leftarrow \text{حد الخطأ العشوائي}$$

$$P_t + 1 \leftarrow \text{سعر تداول الورقة المالية الفعلي عند النقطة الزمنية } (t+1)$$

$$E_t (p_t + 1) \leftarrow \text{السعر المتوقع من المستثمر لتداول الورقة المالية عند النقطة}$$

الزمنية  $(t+1)$  والذى صاغه المستثمر عند النقطة  $(t)$

(1)Reilly, F. & Norton, E., Investments, The Dryden press, Harcourt Brace College publishers, Florida, USA, forth edition, 1995, p.215.

(2)Cuthbertson, K., Quantitative Financial Economics, John Wiley, England , 1996, PP. 15-20.

ويعتمد المستثمر على نموذج اقتصادي لحساب العوائد المستقبلية بناء على كل المعلومات، كما يتمتع المستثمرون بالرشادة في اتخاذ القرارات الخاصة بالتوقعات عن العوائد المستقبلية وتتخذ دالة احتمال العوائد المتوقعة الشكل الآتي :

$$\int p(R_t + n | \Omega_t, p) = \int (R_t + n | \Omega_t,$$

$\Omega_t$  ← كافة المعلومات التاريخية والحالية

$\Omega_t, p$  ← المعلومات المتاحة لجمهور المتعاملين عند نفس النقطة الزمنية

وترد المعلومات وفقا لنظرية الحركة العشوائية إلى السوق بصورة عشوائية مما يجعل هناك تباينا في التنبؤ لتوقعات المستثمرين بين العائد والعائد الفعلي وبالتالي يحقق المستثمرون خسائر أو أرباحا غير عادية يطلق عليها خطأ التنبؤ وتأخذ الصيغة الآتية

$$\eta_{t+1} p = R_{t+1} - E^p(R_{t+1} | \Omega_t, p)$$

$\eta_{t+1} p$  ← خطأ التنبؤ عند النقطة الزمنية (t+1) ويمثل الخسائر والأرباح غير العادية

$R_{t+1}$  ← معدل العائد الفعلي على الاستثمار عند النقطة الزمنية (t+1)

$E^p(R_{t+1} | \Omega_t, p)$  ← معدل العائد المتوقع تحقيقه عند النقطة الزمنية (t+1)

ويأخذ النموذج العام لقياس الكفاءة الصيغة الآتية :

$$P_t = a + b\theta + e_t$$

$P_t$  ← سعر الأوراق المالية في النقطة الزمنية

$\theta$  ← المعلومات

$e_t$  ← الخطأ العشوائي

كما يوجد نموذج GARCH لقياس الكفاءة والذي قدمه ENGLE في عام ١٩٨٢ وقام بتطويره BOLLERSLEV في عام ١٩٨٦ حيث يقدم النموذج إطاراً للعلاقة بين العائد المتوقع والتغيرات في المخاطر أو تذبذب عائد الأصول وفقاً لنظرية المحفظة ويأخذ النموذج الصيغة الآتية<sup>(١)</sup>

$$y_t = u_t + \delta_1 h_t^{1/2} + \Sigma t$$

$$\Sigma t | \Psi_{t-1} N(0, h_t)$$

$$h_t = \alpha_0 + \alpha_1 \Sigma^2_{t-1} + \dots + \alpha_q \Sigma^2_{t-q} + \beta_1 h_{t-1} + \dots + \beta_p h_{t-p}$$

←  $y$  عائد الأوراق المالية

←  $u$  تقديرات المعلومات الماضية

←  $\Sigma t$  الخطأ العشوائي للمعلومات السابقة

←  $h_t$  تباين الخطأ

ويؤكد النموذج أهمية الارتباط بين العائد والمخاطر، وإنخفاض درجة التقلب في العائد في السوق إلى جانب ضرورة إستجابة الأسعار للمعلومات لتكون السوق كفئاً.

(1) Mauro Mecagni & Maged Shawky, the Egyptian Stock Market: efficiency tests and volatility effects, IMF, Working Paper, No.99/48, Washington, April 1999, P.15.

### مؤشرات تطور سوق رأس المال :

تعتبر السوق الكفاء اقتصاديا هي السوق التي تستطيع تحقيق التخصيص الأمثل للموارد المتاحة ، بما يضمن توجيه الموارد الى القطاعات الأكثر ربحية ذات المزايا النسبية في الاقتصاد .

وقد اهتمت الدراسات الحديثة بإضافة مؤشرات عديدة يمكن دمجها ضمن مفهوم كفاءة وتطور سوق رأس المال .

ومن أهم المؤشرات التي تدل على تطور وكفاءة سوق رأس المال ما يأتي: (١)

### أولا : مؤشرات تطور سوق رأس المال :

من أهم المؤشرات التي توضح مدى تطور أسواق المال الآتي :

١- حجم السوق

٢- سيولة السوق

٣- درجة التقلبات

٤- درجة تركيز السوق

٥- كفاءة تسعير الأصول

٦- تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي

### ١- حجم السوق :

يقاس حجم السوق من خلال المؤشرات التالية :

أ- معدل رأس المال السوقي :

يقاس من خلال قيمة الأسهم المسجلة على الناتج المحلي الإجمالي . وتشير الأدبيات الاقتصادية إلى الأثر الإيجابي لاتساع حجم السوق لأنه يعمل على تعبئة رأس المال وتنويع المخاطر . وتشير مؤشرات الأسواق الناشئة إلى احتلال جنوب أفريقيا المرتبة الأولى وفقا لهذا المؤشر . في حين تحتل نيجيريا المرتبة الأخيرة .

### ب. عدد الشركات المسجلة :

تقاس بعدد الشركات المسجلة في السوق . وتحل الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الأولى على مستوى العالم بنحو ٨٤٥٠ شركة وتليها الهند بنحو ٥٨٤٣ شركة . وتحل زيمبابوي المرتبة الأخيرة بنحو ٥٧ شركة.

### ٢- سيولة السوق :

يقصد بها القدرة على بيع وشراء الأوراق المالية بسهولة . ويمكن أن تقاس بالموشرات الآتية:

أ- قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي : تقاس بقسمة إجمالي قيمة الأسهم المتداولة على الناتج الإجمالي . وتحل اليابان مركزا متقدما على مستوى العالم.

ب- الصفقات : تقاس بقيمة إجمالي الأسهم المتداولة على رأس المال السوقي . وتحل ألمانيا المرتبة الأولى في العالم . والجدير بالملاحظة أن قيمة التداول تركز على مقارنة التداول بحجم الاقتصاد . في حين أن الصفقات تعكس التداول إلى حجم سوق رأس المال

### ٣- درجة التقلبات :

يشير هذا المؤشر إلى مدى التذبذبات في الأسعار، ويقاس من خلال تقدير الانحراف المعياري لتقلب العوائد في السوق خلال فترة عام . وبصفة عامة كلما انخفضت التقلبات كانت البورصة أكثر تطورا .

### ٤- درجة التركيز :

تقاس بمدى مساهمة أكبر عشر شركات في رأس المال السوقي ، للوقوف على مدى سيطرة الشركات على السوق . وتتخفف درجة التركيز في الولايات المتحدة واليابان في حين ترتفع في كولومبيا والأرجنتين.

### ٥- كفاءة تسعير الأصول :

تقاس كفاءة تسعير الأصول باستخدام نموذج تسعير الأصول الذي يوفر اليه للحكم على القيمة السوقية للورقة المالية . ومن خلال المقارنة بين العائد الفعلي والعائد على الاستثمار وفقا لنموذج تسعير الأصول يمكن الحكم على مدى كفاءة تسعير الأصول في السوق ويعنى ذلك أنه إذا كان العائد على الاستثمار على ورقة مالية وفقا لنموذج تسعير الأصول في حدود ١٦% ، وأن العائد الفعلي ١٨% ، معنى ذلك أن الورقة المالية تباع بسعر أقل من قيمتها

حدود ١٦% ، وإن العائد الفعلي ١٨%، معنى ذلك أن الورقة المالية تباع بسعر أقل من قيمتها الحقيقية . وتعتبر الأردن وباكستان والولايات المتحدة واليابان من الدول ذات الكفاءة العالية في تسعير الأصول . في حين تنخفض في الأرجنتين والبرازيل وتركيا .

#### ٦- الهيكل المؤسسي والتنظيمي :

يعتبر وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي جيد من العوامل المهمة التي تؤدي إلى جذب الاستثمارات . وتوضح المؤشرات التي تنشر في تقرير مؤسسة التمويل الدولية إلى المؤسسات التالية :

١- نشر معلومات عن الشركات المسجلة : تقيم الدول بقيم ١ في حالة نشر المعلومات ، وصفر في حالة عدم النشر وتأخذ ماليزيا والمكسيك وكوريا قيم ١ في حين تقيم تركيا بقيمة ٠,٦٧ وزيمبابوي ٠,١٣ .

٢- المعايير المحاسبية : تقيم الدول بقيم من صفر إلى ٢ وفقا لدرجة القبول المحاسبى الدولي وتقيم ماليزيا وكوريا وتشيلي بقيم ٢ ، بينما تحصل الأرجنتين وباكستان على ١ وتقيم تاوان ب ٠,٢٥

٣- قوانين حماية المستثمر : تقيم الدول بقيم من صفر إلى ٢ وفقا لمدى قدرة القوانين على حماية المستثمر وتحصل ماليزيا وكوريا والمكسيك على قيم ٢ في حين تحصل نيجيريا والأرجنتين على ١ ، وتحصل تركيا على ٠,٢٥

٤- العوائق على الاستثمار الأجنبي وتحويل رأس المال : في حالة وجود عوائق على تدفقات رأس المال تقيم الدولة بصفر ، وتقيم ب ١ في حالة وجود بعض العوائق ، وتحصل على ٢ في حالة الحرية .

#### ثانيا : دراسة العلاقة بين المؤشرات :

توضح الدراسات أن تحليل علاقة الارتباط بين المؤشرات السابقة تشير إلى النتائج التالية :

١. توجد علاقة ارتباط معنوية بين قيمة التداول إلى حجم السوق وقيمة التداول إلى حجم الاقتصاد . كما أنه توجد علاقة ارتباط إيجابية بين قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي وقيمة الصفقات ، وذلك بمعامل ارتباط ٠,٥ فقط .

٢. العلاقة بين حجم السوق ومؤشر الإطار المؤسسي والتنظيمي ارتباطها معنوى في حين أن الارتباط سلبى مع درجة التقلب .

٣. هناك ارتباط سلبى بين تركيز السوق من ناحية وحجم السوق والسيولة من ناحية أخرى ، ولكنه إيجابي ومعنوى مع مخاطر التسعير .

٤. الدول التي تتسم أسواقها باندماج كبير في السوق العالمية تتميز بانخفاض في التقلبات ، وارتفاع الكفاءة .

### ثالثا : دراسة أسرع البورصات تطورا :

يمكن دراسة مدى سرعة تطور البورصات من خلال بناء مؤشر تجميعي يضم كل المؤشرات المستقلة السابق حسابها. والجدير بالملاحظة أن الدراسات التطبيقية أثبتت أن هناك علاقة بين تطور أسواق رأس المال ومتوسط دخل الفرد .

### رابعا : دراسة العلاقة بين تطور أسواق رأس المال والنظام المالي :

يمكن بناء علاقة بين مدى تطور أسواق رأس المال وتطور النظام المالي ولذلك تقوم الدراسة بقياس بعض المؤشرات التي تقيس مدى تطور النظام المالي ، ومن أهم هذه المؤشرات الآتى :

- قياس الالتزامات للوسطاء الماليين / الناتج الإجمالي وهذا ما يوضح حجم النظام المالي وتحتل هونج كونج واليابان وسويسرا المراكز المتقدمة في هذا المؤشر ، بينما تحتل الأرجنتين والبرازيل المرتبة الأخيرة .

- قياس معدل الطلبات على الودائع البنكية / الناتج المحلي الإجمالي . وهذا ما يعكس كفاءة البنوك ، وتحتل سويسرا ولكسمبرج واليابان المراكز الأولى في حين تحتل كولومبيا والأرجنتين أقل المراكز .

- قياس أصول شركات الأموال وصناديق الاستثمار والسمسرة / الناتج المحلي الإجمالي ، للوقوف على مدى تطور المؤسسات المالية غير البنكية . وتعتبر أكبر دول في هذا الصدد هي السويد وسنغافورة وكوريا والولايات المتحدة ، وأقل الدول هي أندونيسيا وتركيا .

- قياس أصول شركات التأمين وصناديق المعاشات / الناتج المحلي الإجمالي . وأكبر دول هي نيوزيلندا وبريطانيا .

وبناء على دراسة علاقة الارتباط بين مؤشرات تطور أسواق رأس المال ومؤشرات تطور النظام المالي ، يتضح أن هناك علاقة ارتباط جوهريّة بين تطور أسواق رأس المال وتطور البنوك والمؤسسات المالية وشركات التأمين وصناديق المعاشات الخاصة .





## مقدمة :

يهدف هذا المبحث الى دراسة الصيغ المختلفة لكفاءة سوق رأس المال . حيث توجد مستويات متباينة من كفاءة أسواق رأس المال وبالتالي توجد لكفاءة سوق رأس المال ثلاث صيغ رئيسية هي :

- ١- صيغة الفرض الضعيف
- ٢- صيغة الفرض متوسط القوة
- ٣- صيغة الفرض القوي

كما يتعرض هذا المبحث لأدوات التحليل المختلفة التي يمكن الاعتماد عليها لدراسة كل صيغة وهما:

- التحليل الفني
- التحليل الأساسي.

### صيف كفاءة سوق رأس المال :

تعكس كفاءة سوق رأس المال جميع المعلومات المتاحة التي تؤثر على أسعار الأوراق المالية. ويعنى هذا من الناحية التطبيقية أن أسعار السوق تتغير بسرعة استجابة للمعلومات الجديدة، مما يستحيل تحقيق معه أرباح غير عادية. غير أن وجود الكفاءة الكاملة فى أسواق رأس المال احتماله ضعيف . كما أن هناك احتمالات لوجود مستثمرين عديمى الخبرة مما يعرضهم لخسائر. وفى المقابل يستطيع آخرون تحقيق أرباح غير عادية نتيجة توافر معلومات خاصة لهم غير متوافرة لباقي المستثمرين .

ومن هنا نتبين الكفاءة وفقا لنوعية المعلومات فى السوق كما يظهر فى شكل (٦) وبالتالي تظهر ثلاثة أنواع رئيسية لكفاءة سوق رأس المال هى :

أولا : فرض الصيغة الضعيفة والتحليل الفنى

ثانيا : فرض الصيغة متوسطة القوة والتحليل الاساسى

ثالثا : فرض الصيغة القوية وتحليل المعلومات الخاص

شكل (٦)

أنواع صيف الكفاءة

مسلسل	أنواع صيف الكفاءة	انعكاس المعلومات على اسعار الاوراق المالية
١	الصيف الضعيفة	الاسعار السابقة للأوراق المالية
٢	الصيغة متوسطة القوة	جميع المعلومات المتاحة
٣	الصيغة القوية	جميع المعلومات العامة والخاصة

Source: William, F. Sharpe, Gordon, J. Alexander, Investments, Prentice-Hall International, Inc, London, 1990. P.79

### أولاً : فرض الصيغة الضعيفة والتحليل الفنى :

يعنى فرض الصيغة الضعيفة أن سعر التداول للأوراق المالية يعكس المعلومات التاريخية فقط . وهذا ما يرتبط بقواعد التحليل الفنى كوسيلة للحكم على تطور السوق وبالتالي يصبح تحليل المعلومات المتاحة عديم الجدوى للمستثمر <sup>(١)</sup> إذا كانت هذه الصيغة صحيحة . ويعنى هذا أن حركة الأسعار فى المستقبل تكون مستقلة تماماً عن التغيرات التى حدثت فى الماضى . وتعرف هذه الظاهرة بنظرية " الحركة العشوائية للأسعار " حيث يتسم وصول المعلومات الجديدة الى السوق بالعشوائية وتصل المعلومات مستقلة عن بعضها وبالتالي لا يمكن التنبؤ بتوقيت المعلومات أو نوعيتها مما يجعل الأسعار تتحرك فى صورة عشوائية بين اليوم والأمس وبين لحظة وأخرى .

وهناك وسائل عديدة لتقييم حركة الاسعار العشوائية وفقاً للصيغة الضعيفة لفرض كفاءة السوق من أهمها :

#### ١- اختبار الأنماط

يعتمد على استخدام الاحصائى المعروف باختبارات التغير فى اتجاه الاسعار Runs tests وذلك بوضع إشارات لكل نوع من التغيرات . + تعنى حركة سعره بالزيادة ، - تعنى حركة سعره بالنقص ، صفر تعنى عدم وجود حركة . كما يقترن الاختبار بمدة الفترة التى يستغرقها التغير <sup>(٢)</sup> . ومن خلال متابعة التغيرات التى تحدث فى سعر ورقة مالية ما يمكن الحكم على مدى عشوائية الحركة السعرية أو مدى وجود اتجاه معين للحركة السعرية .

(1) Hendrik, S. Houthakker & Peter, J. Williamson, The Economics of Financial Markets, Oxford University Press, Oxford, 1996, P.132.

(٢) د. منير هندى، " الأوراق المالية واسواق رأس المال "، مرجع سابق، ص ٥٥٥

## ٢- اختبار سلسلة الارتباط :

يستند هذا الاختبار على دراسة التغيرات السعرية لسعر ورقة مالية خلال فترة زمنية قصيرة الأجل . ويعتمد الاختبار على الفترة القصيرة فقط ، حيث إن المدى الطويل سوف يكشف في الغالب عن وجود نمط معين لاتجاه الاسعار ويرجع هذا الاختبار الى Eugene Fama في الخمسينات ، عندما قام باختبار ٣٠ سهما من داو جونز من خلال اختبار معامل الارتباط لفترة من يوم الى عشرة ايام . وقد وضح ان نسبة ضئيلة من الاسهم يتغير سعرها بارتباط مع التغيرات السابقة <sup>(١)</sup> ومن ناحية أخرى تظهر الصيغة الضعيفة لكفاءة السوق في جوهر افكار التحليل الفني او الفنيين او التحليل الداخلي ، حيث يعتمد على المعلومات التاريخية عن بيانات السوق ، دون الخوض في تحليل المستقبل .

## التحليل الفني :

يهتم التحليل الفني بدراسة المعلومات الداخلية الماضية للورق المالية دون الاهتمام بتطور السوق الداخلية او الخارجية وذلك مثل تتبع حركة الاسعار في الماضي أو حركة التداول ويهدف التحليل الفني عادة الى توقع حركة الاسعار في المدى القصير لتحديد توقيت البيع والشراء <sup>(٢)</sup> سواء لسهم معين او مجموعة من الاسهم ولذلك فأحيانا يطلقون على التحليل الفني انه يجيب على التساؤل الخاص " بمتى ؟ " والتحليل الاساسي يجيب عن التساؤل الخاص " بماذا ؟ "

وبهذا تستند الفلسفة التي يقوم عليها التحليل الفني على الاتي :

- ١- يستند التحليل الفني على بيانات السوق المنشورة ويتحدد السعر وفقا للعرض والطلب
- ٢- يحكم العرض والطلب العديد من العوامل بعضها عوامل اساسية ، والاخرى فسيولوجية
- ٣- تتحرك أسعار الأسهم في اتجاه معين نحو مستوى التوازن الجديد
- ٤- يمكن تحليل اتجاه اسعار الأسهم من خلال الوقوف على حركة الأسعار والتداول خلال فترة زمنية .

(1) Charles, P. Jones, Investments Analysis and Management, op.cit, p.471.

(2) William, F. Sharpe, Investments, op.cit, p.683.

وتعتبر نظرية دو Dow theory من أشهر ادوات التحليل الفنى وقد اشتهرت هذه النظرية لأنها استطاعت أن تتنبأ بأزمة اسواق رأس المال التى حدثت فى الثلاثينات . وتشير نظرية دو الى وجود ثلاث حركات سعرية الأولى هى حركات يومية تحدث من يوم الى آخر . والثانية تحركات ثانوية تحدث خلال اسابيع أو شهر والثالثة تستغرق عدة سنوات . حيث يستمر حدوث تغير لعدة سنوات الى أن يحدث تغير فى اتجاه مضاد .

ويستخدم التحليل الفنى نوعين من الادوات للتحليل كما يظهر فى شكل (٧) وهما :

١- ادوات لتحليل اسعار السوق

٢- ادوات لتحليل سعر السهم

### ١- ادوات التحليل الفنى لأسعار السوق :

تهدف إلى قياس اتجاه الاسعار فى السوق من ناحية اتجاه للصعود أو الهبوط <sup>(١)</sup> ومن المقاييس المستخدمة مقياس ميل أو اتجاه المستثمرين حيث يعطى مؤشرا عن حركة الاسعار فى المستقبل للاسهام ومن اهم المؤشرات هو مؤشر بارون الذى يعرف بمؤشر الثقة .

$$\text{مؤشر الثقة} = \frac{\text{عائد السندات مرتفعة الجودة} \times 100}{\text{عائد السندات متوسطة الجودة}}$$

وتستند فكرة المؤشر الى إنه عندما تكون ثقة المستثمرين فى السوق كبيرة يتوقع زيادة الطلب على السندات ذات المخاطر الكبيرة ومن ثم ارتفاع قيمتها وبالتالي انخفاض العائد مما يجعل قيمة المؤشر تقترب من ١٠٠% والعكس صحيح .

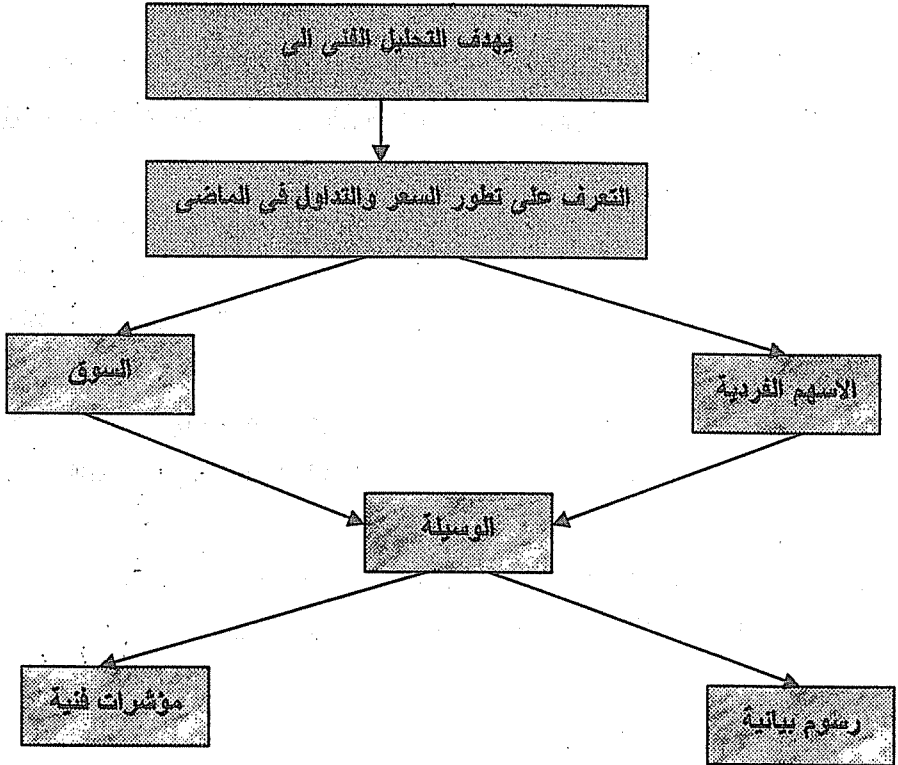
(١)د. منير هندى، الأوراق المالية واسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٤٣

## ٢- أدوات التحليل الفني لسعر الورقة المالية :

يعتقد الفنيون أن حركة التغير في سعر الورقة المالية تتخذ نمطا معيناً يمكن من خلال تتبع التنبؤ بالسعر في المستقبل . ويعتمد في هذا الصدد على الخرائط البيانية كما يظهر من شكل (٧) . ومن أهم هذه الأدوات مؤشر أو خريطة القوة النسبية، حيث يتم حساب معدل العائد لكل سهم ثم يتم تصنيف الأسهم التي تنسم بارتفاع عائدها خلال فترة زمنية على إنها تنسم بقوة نسبية. كما يمكن حساب نسبة سعر السهم خلال الفترة الزمنية منسوبا إلى قيمة مؤشر السوق ، وقيمة مؤشر القطاع التي تنتمي إليه . وذلك لان الاسهم تتفاوت في درجة تذبذبها مع السوق إذ ترتفع بعض الاسهم بسرعة أكبر من سرعة صعود السوق وهي ما تنسم اسعارها بقوة نسبية وتتميز بعائد كبير .

### شكل (٧)

#### إطار التحليل الفني



## ثانيا : فرض الصيغة متوسطة القوة والتحليل الاساسي :

يفترض فرض الصيغة متوسطة القوة أن سعر الأوراق المالية يعكس تماما جميع المعلومات العامة المتاحة للعامة بالإضافة الى المعلومات التاريخية وذلك مثل معلومات عن العائد ، أو التوزيعات أو تطور الإنتاج أو دخول إنتاج جديد ، والتعديلات السعريّة. (١)

وتستجيب السوق للمعلومات الواردة بعد قيام المستثمرين بتحليل هذه المعلومات لينعكس أثر التحليل على أسعار الأوراق المالية. وبالتالي يصعب على المستثمر أن يحقق أرباحا غير عادية نظرا لتعديل السعر وفقا للمعلومات خلال فترة زمنية قصيرة ، وقصر الفترة الزمنية بين وصول المعلومات وبين تغير السعر بناء على هذه المعلومات يجعل الأرباح التي يمكن تحقيقها محدودة إلى حد كبير (٢)

وقد اختبرت صيغة الفرض متوسط القوة للوقوف على مدى سرعة الاستجابة في تعديل حركة الاسعار للأوراق المالية الى المعلومات العامة الواردة

ومن اهم المعايير التي يتم قياس مدى استجابة أسعار الأوراق المالية لتغيرها هي :

- ١-اشتقاق الاسهم
- ٢-التغيرات في عرض النقود
- ٣-التغيرات المحاسبية
- ٤-الاعلان عن الارباح والتوزيعات
- ٥-حجم التعامل على الاوراق المالية

وبناء على هذه الصيغة يمكن أن يستعرض اتباعها الى فكرة التحليل الاساسي الذي يطلق على أصحابه بالأساسيين حيث يهتمون بتحليل البيانات والمعلومات الاقتصادية والمالية لتحديد العائد والمخاطر المستقبلية .

(1)Charles, P. Jones, , Investment Analysis and Management, op.cit, p. 469

(٢)د. منير هندی، الأوراق المالية واسواق رأس المال ، مرجع سابق ، ص ٥٠٧



## التحليل الاساسى :

يستند التحليل الاساسى على فكرة امكانية التنبؤ بأسعار الاوراق المالية من خلال تحليل المعلومات الواردة . وبالتالي يمكن التعرف على الارباح والمخاطر المستقبلية مما يمكن المستثمر من تحديد القيمة الحقيقية للاوراق المالية ومقارنتها بسعر السوق .

وعندما تكون القيمة الحقيقية للورقة المالية اعلى من سعر التداول ، يكون القرار الرشيد هنا هو شراء هذه الورقة لأنه يتوقع ارتفاع قيمتها فى السوق فى المستقبل . اما اذا كان السعر فى السوق أكبر من قيمتها الحقيقية ، فينبغى التخلص منها لتجنب تحقيق خسائر محتملة لأنه يتوقع انخفاض قيمتها السوقية فى المستقبل.

ويستند العديد من المحللين عند استخدامهم هذا المنهج التحليلى الى بدء التحليل من المستوى الكلى ثم ينتقلوا الى المستوى الجزئى كما يظهر من شكل (٨). وعلى هذا يتناول التحليل الاساسى المستويات الآتية :

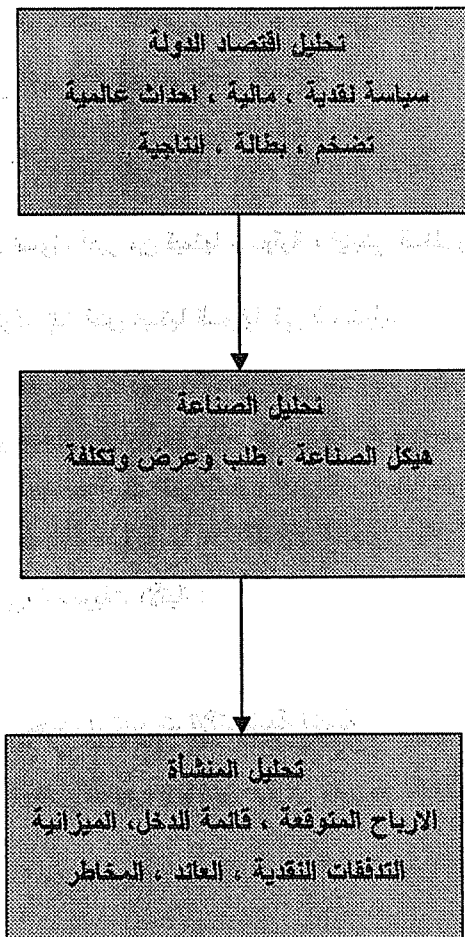
١ - تحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية.

٢ - تحليل ظروف الصناعة.

٣ - تحليل ظروف المنشأة ذاته.

## شكل (٨)

## إطار منهج التحليل الاساسى



## الجزء الاول : تحليل المتغيرات الاقتصادية الكلية:

يهتم التحليل الخاص بالمتغيرات الاقتصادية الكلية بتحليل تطورات الاقتصاد العالمى حيث تؤثر حالة الانتعاش أو الركود العالمية على ظروف الدولة. كما يهتم التحليل بظروف الدولة التى يستثمر فيها المستثمر لمعرفة تطور حركة السوق فى هذه الدولة فى أى وقت، وذلك من منطلق الإدراك بأن تطور اقتصاد الدولة ينعكس سواء بالإيجاب أو السلب على أداء المنشآت بصفة عامة بمعنى أن الاقتصاد القوى يضم منشآت قوية والعكس صحيح.

وتمثل السوق العينة الكلية لأسعار الأوراق المالية مما يمكن من خلاله حساب قيمة بيتا وحساب متوسط العائد للمقارنة بين الاستثمار فى أى دولة لأن الاستثمار بطبيعته يتسم بالعالمية ومحفظة الأوراق المالية يمكن أن تضم أوراقا مالية فى دول مختلفة . ويعد مؤشر السوق أداة جيدة للمستثمر للحكم على أداء المحفظة ككل فى السوق .

ويعتبر مؤشر الأسعار بسوق رأس المال متوسطا حسابيا لعينة من الاسعار فى السوق ويعكس سلوك تحركات الاسعار فى البورصة فى اى لحظة مما يمكن من المقارنة بين فترة واخرى وتتحدد حركة المؤشر وفقا لتغير الاسعار فى السوق التى تتأثر بالمتغيرات الكلية فى الاقتصاد.

يقدم نموذج Keren كما يظهر فى شكل (٩) المتغيرات الكلية التى تجب دراستها فى اقتصاد الدولة لأنها تؤثر على حركة الاسعار للأوراق المالية ويوضح اهم المتغيرات الخارجية التى تتحدد مستقلة عن سوق رأس المال هى :

١-مستوى الضرائب

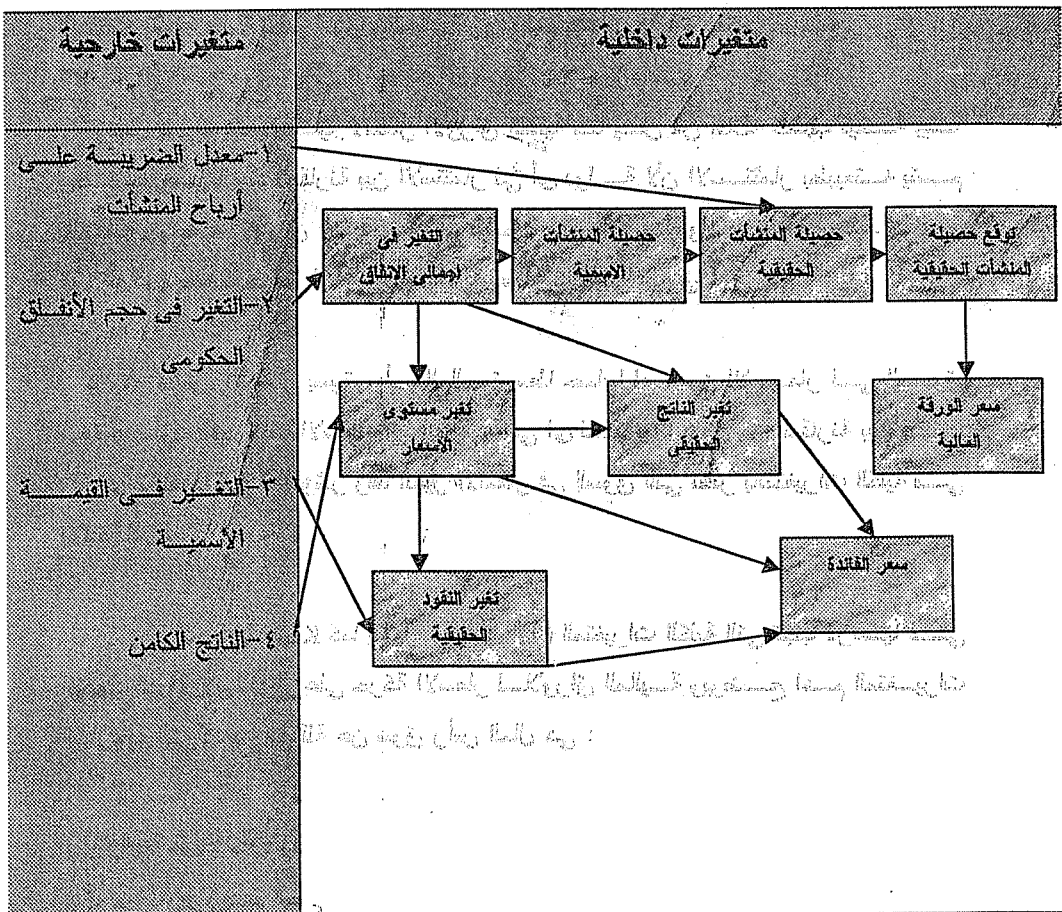
٢-التغير فى الاتفاق الحكومى

٣-التغير فى عرض النقود

٤-الناتج الكامن او المتوقع

تغييرات أسعار الأوراق المالية : (٩) شكل

يوضح الشكل التالي تأثيرات التغييرات في أسعار الأوراق المالية على القيمة السوقية للشركة. ويتبين من الشكل أن التغييرات في أسعار الأوراق المالية لها تأثير مباشر على القيمة السوقية للشركة. كما أن التغييرات في أسعار الأوراق المالية لها تأثير غير مباشر على القيمة السوقية للشركة من خلال تأثيرها على الأرباح المتوقعة للشركة.



Source: Charles, P. Jones, Investments Analysis and Management, John Wiley. New York, 1996, P.344.

تغييرات أسعار الأوراق المالية : (٩) شكل

تغييرات أسعار الأوراق المالية : (٩) شكل

وتخضع هذه المتغيرات الخارجية للسياسات الاقتصادية من قبل الحكومة فهي تنفذ من خلال قرارات حكومية في حين أن المتغيرات الداخلية تتحدد نتيجة المتغيرات الخارجية وحركة الاقتصاد ككل . وينتج عن ذلك التغير في حركة سعر الأوراق المالية من خلال اتجاهين رئيسيين :

١- يتأثر عائد المنشآت مباشرة بالتغير في مستوى الضرائب والانفاق العام . وينعكس بالتالى على التغير في العائد لسعر الورقة المالية .

٢- تتأثر حركة الأسعار في السوق نتيجة التغير في الانفاق الكلى والنتائج المتوقعة في الاقتصاد . وينعكس ذلك على النتائج الحقيقى في الاقتصاد . ومن ناحية أخرى التغيرات في مستوى التضخم والضرائب تنعكس على معدلات الفائدة مما يؤثر بدورها على سعر الاوراق المالية .

مؤدى ذلك أن تطور الظروف الاقتصادية في الدولة يؤثر على حركة الاسعار فى البورصة ومن ثم تجب دراسة تطور السياسات الآتية :

- السياسة المالية ( ضرائب ، انفاق حكومى )
- السياسة النقدية ( سعر الفائدة ، عرض النقود )
- الناتج القومى

ولهذا يقدم المكتب القومى الأمريكى للبحوث الاقتصادية معلومات دورية عن المؤشرات الاقتصادية الكلية التى تؤثر فى حركة الاسعار للاوراق المالية <sup>(١)</sup> ويقسم هذه المؤشرات الى ثلاثة مستويات وفقا للزمن :

#### أ- مؤشرات سابقة للأحداث :

تحدث قبل حركة الاسعار مثل تأسيس منشآت جديدة ، تصاريح البناء ، التغير فى الاسعار ، اداء البائعين ، العرض والطلب .

#### ب- مؤشرات مواكبة للأحداث :

تحدث فى نفس الوقت مع تغير الأسعار مثل المبيعات ، دخل الفرد ، عدد العاملين .

(١) د. منير هندى، الأوراق المالية واسواق رأس المال، مرجع سابق ، ص ٢٩٨

### ج- مؤشرات لاحقة للأحداث :

تحدث بعد تغير الأسعار مثل المخزون ، حجم القروض ، تكلفة العمالة ، متوسط البقاء في العمل .

### ثانيا : تحليل ظروف الصناعة :

يعتبر تحليل ظروف الصناعة الخطوة الثانية في التحليل الاساسى وتكمن أهمية تحليل ظروف الصناعة فى التباين بين أداء الصناعات المختلفة . وبالتالي يوضح التحليل الصناعات المتميزة التى يمكن الاستثمار فى المنشآت التى تنتمى إليها . خاصة ان هناك بعض الدراسات اثبتت أن هناك تماثلا فى ربحية المنشآت داخل الصناعة الواحدة .

وتمثل خطوات تحليل الصناعة فى الآتى :

١- دورة حياة الصناعة وتحليل دورة النشاط.

٢- التحليل الكيفى لخصائص الصناعة.

٣- تقييم ملامح الصناعة فى المستقبل.

### ١- تحليل دورة حياة الصناعة والنشاط :

تتعلق دورة حياة الصناعة بتحديد نوعية الصناعة وطبيعة المنتج وتحديد مدى تأثير هذه الصناعة بالدورات التجارية حيث تصنف الصناعات من ناحية دورة النشاط الى صناعات متنامية وصناعات مرتبطة بالدورات ، وصناعات دفاعية ، وصناعات متنامية ومرتبطة بالدورات ، وصناعات متدهورة

ويصف المحلل الصناعة وفقا لمرحلة حياة الصناعة لمعرفة مدى تطور الصناعة فى

المستقبل، وتحديد حجم النمو المتوقع فى المستقبل وتمر دورة الحياة الصناعية بثلاث فترات رئيسية هى :

أ - مرحلة الظهور : تبدأ مع ظهور المنتج ، ونمو الطلب عليه أو العكس حيث يمكن أن يكون الطلب ضعيفا بسبب المنافسة في السوق .

ب - مرحلة التوسع : تبدأ الصناعة في زيادة النمو بمعدل أسرع من المرحلة الاولى وفي هذه المرحلة غالبا ما تتميز الصناعة بارتفاع الجودة ، وانخفاض السعر وبالتالي تكون جذابة للمستثمرين لدخول هذه الصناعة .

ج - مرحلة الاستقرار : تكون الصناعة في نمو مستقر يتسم باستمرار زيادة المبيعات وبمعدل نمو اقل من المرحلة السابقة .

## ٢ - التحليل الكيفي لخصائص الصناعة :

يهتم المحلل في هذه المرحلة بالتحليل النوعي لخصائص الصناعة الامر الذي يساهم في تقييم الصناعة في الحاضر والمساعدة في تقييمها في المستقبل . ومن اهم الجوانب التي يهتم المحلل بتحليلها ما يأتي:

أ - الأداء التاريخي للصناعة : يركز على مؤشرات الأداء مثل العائد ، النمو ، السعر .

ب - المنافسة : تحديد ظروف المنافسة للصناعة وتحدد وفقا لخمس عوامل هي :

- تهديد دخول منافسين جدد

- القوة التفاوضية للمشتريين

- المنافسة بين الصناعات الموجودة بالفعل

- تأثير الناتج المدعم

- القوة التفاوضية للعارضين

ج - تأثير السياسات الحكومية : تؤثر السياسات التنظيمية الحكومية على اداء الصناعة . وبالتالي يجب معرفة أثر السياسات الحكومية على الصناعة .

د - التغيرات الهيكلية : تؤثر التغيرات الهيكلية فى الاقتصاد على اداء الصناعة فعلى سبيل المثال حينما يتحول المجتمع الى الاهتمام بقطاع الاتصالات لابد ان تتأثر صناعة الاتصالات وكذلك الصناعات المنافسة .

### ٣- تقييم ملامح الصناعة فى المستقبل :

يعكس سعر الاوراق المالية التوقعات المستقبلية وليست الماضية، وبالتالي يكون الاهتمام الاساسى بالعناية بدراسة مستقبل الصناعة. ولكن التحليلات السابقة تعتبر الاساس الذى يمكن الاعتماد عليه للتوقعات المستقبلية. ويتوقع أن ينصب الاهتمام على تحديد الصناعات الرائدة فى المستقبل ، ومدى تأثيرها بالاقتصاد الكلى والعائد والمخاطر للصناعة .

### ثالثا : تحليل ظروف المنشأة :

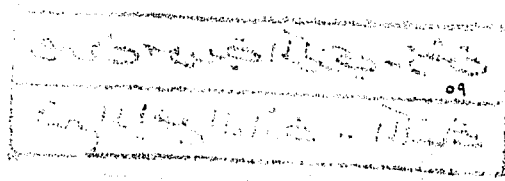
يعد تحليل ظروف المنشأة الخطوة الأخيرة فى إطار منهج التحليل الاساسى . حيث يهتم المحلل بتحليل المؤشرات المالية للمنشأة نفسها لاختيار افضل المنشآت وذلك من خلال تقدير القيمة الحقيقية لسعر الورقة المالية للمنشأة .

ويساعد تحليل المتغيرات المالية للمنشأة على اتخاذ القرار الاستثماري لانه يوفر معلومات عن ربحية المنشأة ومستقبل المنشأة . ويعتمد التحليل المالى على تحليل القوائم المالية المختلفة مثل الميزانية وقائمة الدخل وقائمة التدفقات المالية . كما يهتم بتحليل كل المتغيرات المالية مثل الارباح ، وعائد الاصول ، والمخاطر .. الخ

ويصل تحليل ظروف المنشأة الى تقدير القيمة الحقيقية للورقة المالية وذلك من خلال المعادلة

التالية :





القيمة الحقيقية للسهم =

ت (١ + و)

م - و

ت ← قيمة التوزيعات في نهاية الفترة

م ← معدل العائد الذي يطلبه المستثمر

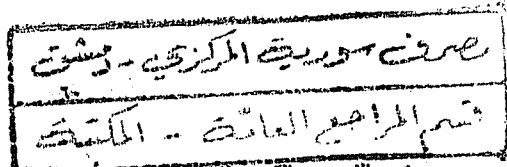
و ← معدل نمو التوزيعات

وفي حالة اذا كان سعر التداول للسهم اعلى من القيمة الحقيقية تكون قيمته السوقية مغالى فيها وبالتالي يكون القرار الاستثماري التخلص من هذا السهم . أما إذا كان يباع بقيمة في السوق اقل من القيمة الحقيقية تكون قيمته السوقية اقل والقرار هنا هو شراء هذا السهم .<sup>(١)</sup>

### ثالثا : صيغة الفرض القوي وتحليل المعلومات الخاصة :

تعكس صيغة الفرض القوي للكفاءة جميع المعلومات العامة المتاحة للجميع وكذلك المعلومات الخاصة التي تتوافر لمجموعات معينة مثل كبار العاملين بالمنشأة المصدرة للاوراق المالية وفي هذه الحالة لا يمكن لمجموعة من المستثمرين تحقيق ارباح غير عادية لفترة طويلة نسبيا .

(1) Hendrik, S. Houthakker & Peter, J. Williamson, The Economics of Financial Markets, op.cit, p.143



ويعتبر الفرض القوي لكفاءة سوق رأس المال هو أعلى مستويات الكفاءة للسوق ،  
لان الاسعار تعكس كل المعلومات التي يمكن معرفتها . ويمكن اختبار هذه الفرضية من خلال  
وسيلتين رئيسيتين تعتمد على تحليل المعلومات الخاصة وهما : (١)

#### ١ - العاملون بالمنشأة :

يمتلك كبار العاملين بالمنشأة ميزة المعرفة للمعلومات بسرعة عن باقى المستثمرين  
ولذلك يمكن أن يتم اختبار مدى ربحية هؤلاء العاملين من التعامل فى الأوراق المالية  
لمعرفة مدى قدرتهم على تحقيق أرباح غير عادية .  
غير أن العديد من الدراسات أثبتت أنهم يمكن أن يحققوا ارباحا غير عادية قد تفوق  
المستثمر العادى لانهم يعرفوا المعلومات قبل ان تتداول بين الجميع.

#### ٢ - مديرو المؤسسات المالية :

يمتلك مديرو المؤسسات المالية المخصصة مثل صناديق الاستثمار القدرة على  
الوصول الى المعلومات بسرعة. كما يستطيعون استخدام أدوات التحليل والتوقع . غير  
أن معظم الدراسات أشارت إلى عدم قدرة هؤلاء الخبراء على تحقيق اداء متميز  
لمحفظةهم المالية . ومن اوضح الاختبارات لمديرى المحافظ هو اختبار أداء الأوراق  
المالية لصناديق الاستثمار لبيان مدى العائد والمخاطر بالمقارنة بالمستثمر العادى .



## الفصل الثاني

### العلاقة بين

### كفاءة سوق رأس المال

### ونمو وتخصيص الاستثمارات

## مقدمة

يهدف هذا الفصل إلى توضيح العلاقة بين مستوى سوق رأس المال من ناحية الكفاءة وحجم واتجاهات الاستثمارات . حيث أن الهدف الرئيسي لدور سوق رأس المال هو زيادة الاستثمار في المجتمع والقيام بالتخصيص الكفء في اقتصاد السوق .

وينقسم هذا الفصل إلى ثلاثة مباحث هي:

### ١- محددات الاستثمار.

### ٢- دور كفاءة سوق رأس المال في نمو الاستثمارات.

### ٣- دور كفاءة سوق رأس المال في تخصيص الاستثمارات.

المبحث الأول

المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى  
المبحث الأول في المباحث الأولى

## المبحث الأول

## محددات الاستثمار

## مقدمة :

يهدف هذا المبحث إلى دراسة الجوانب الاقتصادية للعملية الاستثمارية، حيث إن الاستثمار هو المتغير الحاكم للنشاط الاقتصادي . وتتوقف زيادة النمو الاقتصادي على التغير في الاستثمار . إذ تؤدي زيادة الاستثمارات إلى ارتفاع الدخل والتوظيف وينعكس هذا بدوره على التغير في الاستهلاك الذي ينعكس على الطلب الفعال، وتعد سوق الوساطة المالية هي السوق الخاصة بكل من الادخار والاستثمار . إذ يعمل على الربط بين الادخار والاستثمار . وبناء على ذلك يناقش المبحث النقاط الآتية .

• مفهوم وأنواع الاستثمار .

• محددات ونظريات الاستثمار .

• هيكل القرار الاستثماري .

## أولاً مفهوم وأنواع الاستثمار

يعتبر الاستثمار أحد مكوني الطلب الفعال إلى جانب الاستهلاك، ويعنى الاستثمار ببساطة الإضافة إلى الثروة المتراكمة، حيث يؤدي الاستثمار إلى الزيادة أو المحافظة على رأس المال، (١) وبالتالي يقوم الاستثمار بالدور الرئيسي في مواجهة الطلب المتزايد في المستقبل.

ويتسع مفهوم الاستثمار ليعطى مجالا واسعا من الأنشطة وذلك نتيجة تعدد الأنشطة، وتعقيدات العملية الاستثمارية، بالإضافة إلى تعدد أنواع التمويل اللازمة للعملية الاستثمارية . مما أوجد حقوقا مستحدثة ، حيث قد تقوم المنشأة بالحصول على التمويل من أجل الاستثمار في الأصول الحقيقية من خلال طرح أوراق مالية . ويؤدي ذلك إلى وجود حقوق للأفراد حائزي الأوراق المالية على الأصول الحقيقية للمنشأة من خلال استهلاكهم للأوراق المالية . ومن ثم تقدم الأوراق المالية أداة وفرصة لتحويل الاستهلاك إلى الأنشطة المنتجة من خلال العملية التمويلية.

ويعد قرار شراء الأفراد للأوراق المالية استقناء عن الاستهلاك من أجل المستقبل ، مما يعنى أنه قرار استثماري لهؤلاء الأفراد. كما يعتبر قيام المنشأة بطرح الأوراق المالية وقيامها باستثمار الحصيلة قرارا استثماريا .

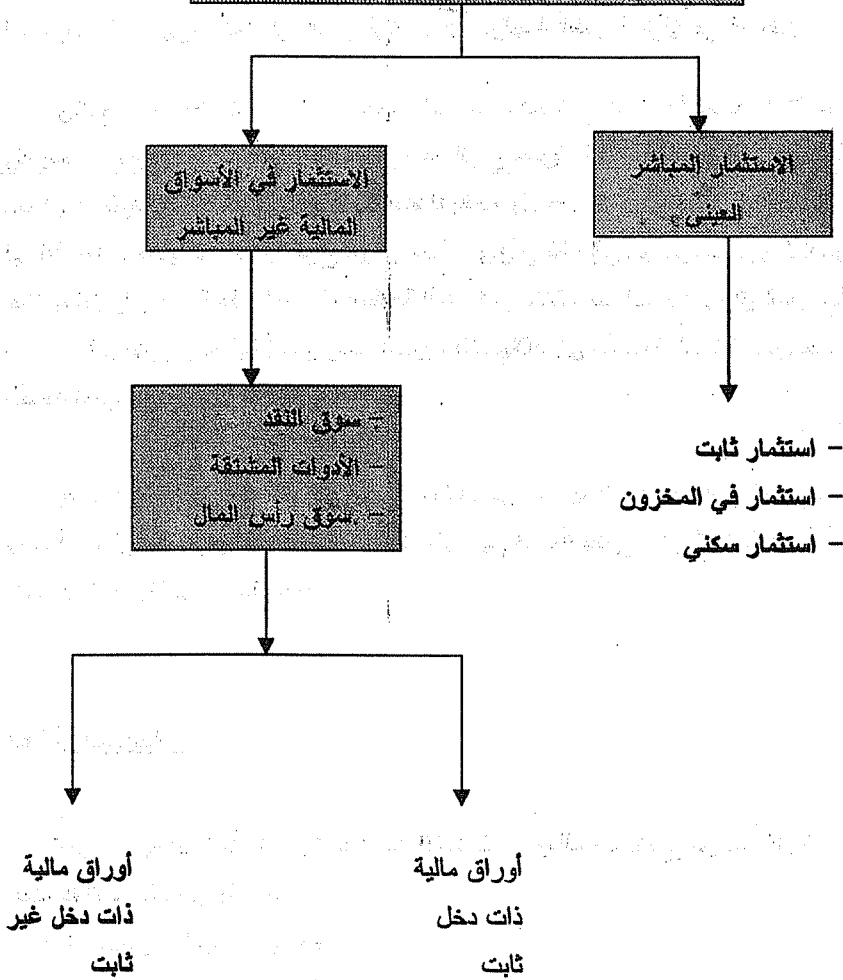
## أنواع الاستثمار :

تميز العملية الاستثمارية بين نوعين من الاستثمارات وذلك كما يتضح من شكل (١٠) .

حيث هناك نوعان رئيسيان هما :

- ١- الاستثمارات العينية المباشرة .
- ٢- الاستثمارات في أسواق المال .

## شكل (١٠) أشكال الاستثمار





## ١- الاستثمار العيني المباشر

يعني الاستثمار المباشر القيام بالإتفاق على شراء أو تكوين الأصول الإنتاجية المستخدمة في العمليات الإنتاجية مثل إقامة المصانع والعدد والآلات ، مما يؤدي إلى زيادة الدخل القومي والتوظيف. والاستثمار يعني التدفق . وينقسم الاستثمار المباشر إلى ثلاثة أنواع هي: (١)

### أ- الاستثمار الثابت:

يشير الاستثمار الثابت إلى التجهيزات الثابتة اللازمة للعملية الإنتاجية مثل الآلات والمعدات والإنشاءات والمصانع وهي تعمل على دعم القدرات الإنتاجية في المستقبل .

### ب- الاستثمار في المخزون:

يتكون من الإضافات إلى المواد الخام والمنتجات النهائية التي لم تسوق بعد . وكذلك تحتفظ المنشأة بمخزون من المواد الخام والسلع تامة الصنع لمواجهة التغيرات في المستقبل . ويتكون المخزون نتيجة عدة أسباب منها .

- مواجهة الطلب المستقبلي على المنتجات التي لا يتم تصنيعها في الحال .
- تخفيض التكلفة نتيجة الشراء بكميات كبيرة .
- يعتبر المخزون جزءا لا يمكن تجنبه في العملية الإنتاجية .

### ج- الاستثمار السكني

بدأت الادبيات الاقتصادية إلى الاهتمام بالاستثمار السكني كعنصر أساسي من عناصر الاستثمارات المباشرة . وهو يشير إلى الاستثمار في العقارات باعتبارها أصلا طويل الأجل . ويتأثر الاستثمار السكني بعوامل عديدة منها :

- العائد على الاستثمارات الأخرى : يؤدي انخفاض العائد على الأصول الأخرى وارتفاع العائد من الاستثمار السكني إلى زيادة الاستثمار الموجهة إلى هذا النشاط .
- الثروة : مع زيادة ثروة المجتمع ، يرتفع الطلب على الإسكان وبالتالي تزيد الاستثمارات في العقارات .

## ٢- الاستثمار في الأوراق المالية :

تعتمد قيمة الأصول المالية على قيمة الأصول الحقيقية التي تمتلكها المنشأة . حيث تقوم المنشأة باستخدام الأصول الحقيقية في العملية الإنتاجية . وتستخدم الأصول المالية لتوزيع الدخل بين المستثمرين . وذلك للنتاج من العملية الإنتاجية .

وتوفر الأصول المالية المصدر الرئيسي لتمويل العمليات الإنتاجية . ومن ثم يقابل الأصول المالية أصول عينية تؤدي إلى زيادة الدخل . كما تعمل الأدوات المالية على تخصيص الموارد في الاستثمارات الأكثر كفاءة . ومن ثم تؤدي زيادة الأصول المالية إلى زيادة الأصول العينية وبالتالي زيادة الاستثمار . ومن ناحية أخرى ، فإن مجموع الأصول المالية لابد أن يتساوى مع إجمالي الخصوم المالية في أي لحظة معينة . وبالتالي يتعادل حجم الأصول المالية المتاحة للمقرضين مع حجم الخصوم المالية المصدرة من خلال المقرضين . ويتحول كل أصل مالي معروض سواء للانتماء أو الاستثمار من وحدة اقتصادية إلى وحدة أخرى . وبهذا فإن الأصول المالية والخصوم المالية وجهان لعملة واحدة في النظام المالي ككل . حيث إن الأصول المالية متساوية بالضرورة مع كمية الخصوم وحجم الاقتراض في النظام المالي لابد أن يتساوى مع حجم الإقراض ، وتوضح المعادلة التالية العلاقة بين إجمالي الأصول وإجمالي الخصوم . (١) إجمالي الأصول = إجمالي الخصوم + صافي الثروة . وتنقسم كل الأصول إلى أصول مالية أو عينية ، وبالتالي يمكن أن تأخذ المعادلة الشكل التالي : الأصول الحقيقية + الأصول المالية = إجمالي الخصوم + صافي الثروة وتوضح المعادلة أن إجمالي حجم الأصول الحقيقية في الاقتصاد لابد أن يتساوى مع إجمالي صافي الثروة وبالتالي فإن الاقتصاد ككل والنظام المالي يوضح أن :

- إجمالي الأصول المالية = إجمالي الخصوم .

- إجمالي الأصول الحقيقية = صافي الثروة .

ويلاحظ أن المجتمع يعمل على زيادة ثروته من خلال المدخرات التي توجه للاستثمار وكمية الأصول الحقيقية التي تعمل على إنتاج السلع والخدمات في المستقبل .

(1) Peter, S. Rose, Money and Capital, op.cit, p.81.

وتتقسم الاستثمارات في الأسواق المالية إلى سوقين هما :

- سوق التمويل قصير الأجل وأهم أجهزتها البنوك التجارية.

- سوق رأس المال طويل الأجل وأهم أجهزتها البورصة.

- الأسواق المستقبلية وتستخدم المشتقات كما تشتمل سوق المال على أسواق فرعية كالأسواق العقارية وأسواق السلع المتنوعة .

وتوجد أوراق مالية وأدوات عديدة لكل نوع من هذه الأسواق تعمل على الربط بين الادخار والاستثمارات مما يسهم في زيادة الاستثمارات . ويمكن توضيح بعض التفاصيل عن هذه الأدوات في المبحث القادم عن العلاقة بين سوق رأس المال ونمو الاستثمارات باعتبار أن هذه الأدوات هي إحدى الوسائل الرئيسية لزيادة الاستثمارات وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي . ويوضح شكل (١١) علاقة الوسطاء الماليين بالعملية الاستثمارية . حيث تقوم المؤسسات المالية بدور الوسيط في توجيه فائض الأموال من المقرضين إلى المقترضين . ويتوقف القرار الاستثماري لكل من المنشآت والأفراد على المفاضلة بين الاستهلاك الآجل والاستهلاك الحالي .

وتتم المفاضلة على مستوى المنشأة بين الاستثمار في الإنتاج الحالي وهو ما يعتبر بالنسبة للمنشأة استهلاكاً حالياً أو استثماراً في الآلات والمعدات وهو الاستهلاك الآجل في حين يقارن الفرد بين شراء المنتجات في الوقت الحاضر وهو الاستهلاك الحالي أو إقراض المنشآت والاستهلاك الآجل (١) .

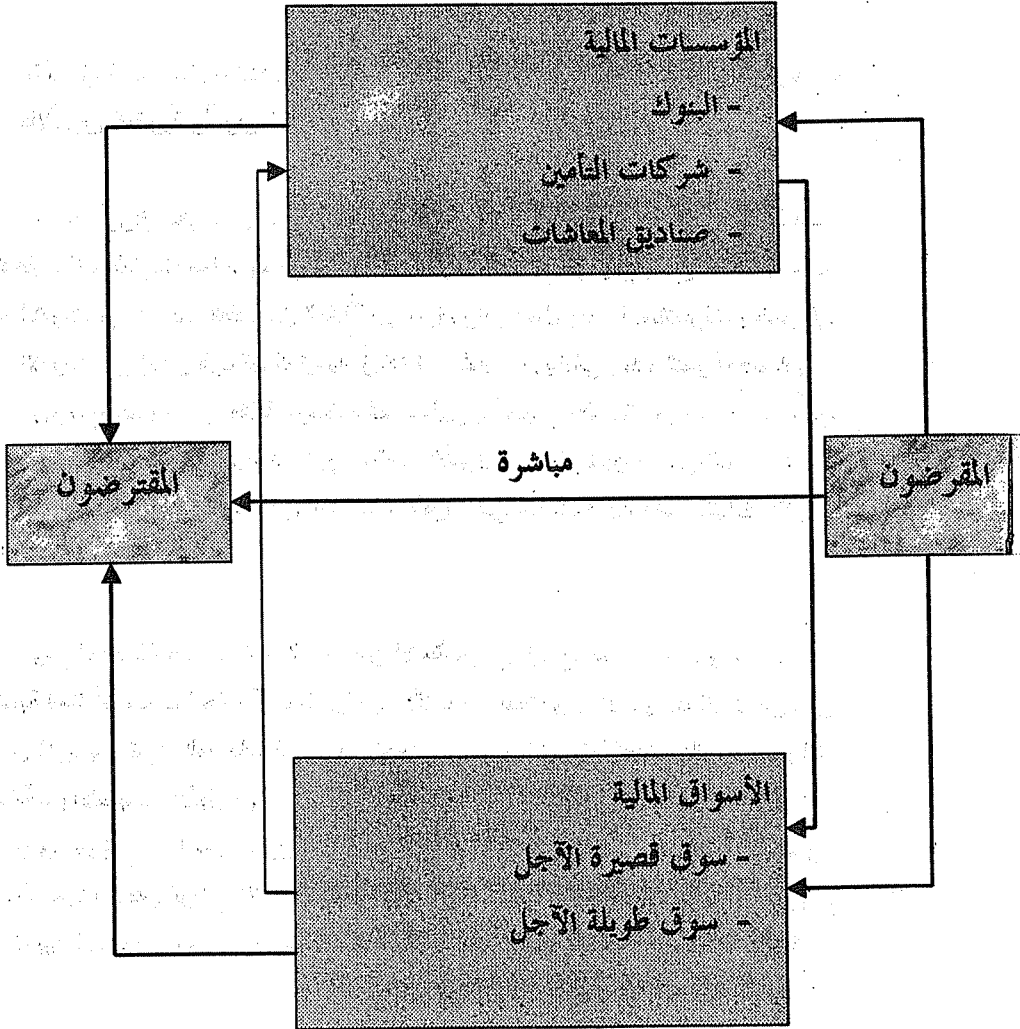
وتقوم سوق رأس المال بتحقيق التوافق بين القرار الاستثماري للفرد ، والقرار الاستثماري للمنشأة بحيث يتحقق الوضع الأمثل لتعظيم العائد لكل منهما ومن ثم يقوم المستثمر بتوزيع ثروته بين الاستهلاك الحالي والاستهلاك الآجل فيما بين الأصول المالية والأصول الحقيقية .

---

(١) Cuthbertson, K. Quantitative Financial Economics, John Wiley & Sons, England, 1996, p.15

## شكل (١١)

علاقة الوسطاء الماليين بالاستثمار



Source: Gitman, L. Joehnk, M., Fundamental of Investing, Happer Row Publishers, New York, 1988, p. 7.

## ثانياً: محددات الاستثمار

تتعلق العملية الاستثمارية بالمستقبل، ويعتمد الإنفاق الاستثماري على العوائد المستقبلية. فمع زيادة توقع ارتفاع العائد يزداد الإنفاق الاستثماري . وفي ضوء الارتباط الوثيق بين الاستثمارات العينية والاستثمارات المالية ، يتجه كل منها للزيادة في آن واحد . وتعتبر أهم العوامل المؤثرة في الإنفاق الاستثماري والعوائد المستقبلية الآتي : (١)

- ١- الكفاية الحدية لرأس المال.
- ٢- مستوى الربح الحالي.
- ٣- الدخل القومي.
- ٤- طلب المستهلك.
- ٥- التجديدات الفنية.
- ٦- النمو السكاني.
- ٧- نفقة الاستبدال.
- ٨- هيكل الضرائب.
- ٩- سعر الفائدة.

وظهرت في الأدبيات الاقتصادية محاولات عديدة لدراسة أثر كل من هذه العوامل على الاستثمار ، وكذلك بناء نماذج قياسية لتفسير التغيرات التي تطرأ على مستوى الاستثمار . ويمكن توضيح جهود الأدبيات الاقتصادية في هذا الصدد في أربع نظريات أساسية هي : (٢)

- ١- نظرية المعجل
- ٢- نظرية التدفقات النقدية
- ٣- النظرية النيوكلاسيكية
- ٤- نظرية كيو

### ١- نظرية المعجل :

تشير هذه النظرية إلى آثار السياسة النقدية على حجم الاستثمار . وقد ظهرت النظرية وتطورت منذ Clark في ١٩١٧ ثم Chenery ١٩٥٢ و koyck في ١٩٥٤ . وتهدف

(1) James Gwartey, Richard, S, Macroeconomics, McGraw-Hill, New York, 1982, p. 256

(2) Cherian Samuel, The Investment Decision, World Bank, Working Paper, No. 1656, Washington, 1996, p. 2.

النظرية إلى دراسة أثر كل من سعر الفائدة والضرائب والإعانات على تكلفة رأس المال باستخدام دالة الإنتاج .

ويوضح النموذج أن زيادة رأس مال المنشأة ترتبط بالزيادة المتوقعة في الطلب على منتجات المنشأة . وليس بمستوى الطلب على الناتج . كما تعتمد نسبة رأس المال للناتج المستهدف على مستوى الأسعار وحجم الناتج .

وقد تم تطبيق نموذج المعجل عملياً غير أنه يفترض أن يكون رأس المال متوفراً لسد الفجوة بين رأس المال المستهدف ورأس المال المحقق . ويعد هذا افتراضاً غير واقعي لموور فترة زمنية لتعديل رأس المال لمواجهة الاحتياجات المستقبلية فضلاً عن إغفال تكلفة التعديل . وأدى ذلك إلى ظهور نظريات عديدة تتبنى فكرة أن الاستثمار يتأثر بمستوى الأرباح أو التدفقات الداخلة . ويرتبط هذا المنهج بالتوقعات الخاصة بمحددات الأرباح مثل الأسعار ، والمبيعات ، والأجور أو تقييم المنشأة في البورصة.

## ٢- نظرية التدفقات النقدية :

ظهرت هذه النظرية مع Dusenberry ١٩٥٨ . وتشير النظرية إلى أن الاستثمار يعتمد على التدفقات النقدية والتمويل الداخلي للمنشأة . وينقيد الاستثمار في المنشأة بالقدرة على التمويل . كما يأخذ القرار الاستثماري في اعتباره مستويات الأرباح السابقة .

وقد أوضحت النماذج التطبيقية لهذه النظرية أن المنشأة تفضل مصادر التمويل الآتية: (١)

أ- التمويل الداخلي

ب- الاقتراض

ج - إصدار أوراق مالية جديدة .

ويتحدد مدى التوسع أو التضيق في الائتمان بناء على عدة عوامل من أهمها سعر الفائدة ، والمخاطر في ظل عدم التأكد . وإزاء ذلك تكتسب مصادر التمويل الداخلية أهمية كبيرة في تحديد مستوى الاستثمار .

### ٣- النظرية النيوكلاسيكية:

يعتمد مضمون النظرية النيوكلاسيكية على أن القرار الاستثماري يعتمد بصفة أساسية على تكلفة رأس المال. كما أن القرارين التمويلي والعيني منفصلان. ومن ناحية أخرى يكمن المدخل لهيكل التكوين الرأسمالي في الاعتماد على تعظيم الربح للمنشأة.

كما أن رصيد رأس المال المستهدف لا يستطيع فقط تحديد معدل الاستثمار. وإنما يضاف إليه تكلفة المعلومات والتخطيط ومعرفة دالة عرض السلع الرأسمالية والتي تكمن في التوقعات المستقبلية. ويضاف إلى ذلك ضرورة قيام المنشأة بتعديل رأسمالها تدريجياً مع كل تغير يحدث في الطلب. غير أن كلا من تكلفة التعديل والتوقعات المستقبلية يصعب تقديرها بدقة. ومن ثم ظهرت الحاجة إلى إعادة صياغة لدالة الاستثمار لتحديد على أسعار رأس المال

### ٤- نظرية كيو Q:

ترجع النظرية إلى Tobin ١٩٦٩. وتركز النظرية على دور سوق المال في الإنفاق الاستثماري. حيث يؤدي ارتفاع الأسعار في سوق رأس المال عن التكلفة الحدية لرأس المال الجديد إلى إمكانية إصدار أسهم جديدة لمقابلة الزيادة في الاستثمار والحصول على ربح (١)

وتفترض النظرية وجود علاقة طردية بين حجم الاستثمار والنسبة Q التي تقيس القيمة السوقية لرأس المال إلى تكلفة الإحلال. وتقاس القيمة السوقية لرأس المال بمقارنة قيمة الأسهم والمديونية المضمونة بالسندات للمنشأة. ويعتمد حساب تكلفة الإحلال على تكلفة شراء المباني والآلات والمعدات.

وتعكس Q تكلفة شراء منشأة في سوق رأس المال بالمقارنة بتكلفة شرائها من خلال سوق المنتجات. وعندما تكون قيمة Q أكبر من الواحد الصحيح يمكن زيادة الاستثمار.

وقد حدثت محاولات عديدة للتنبؤ بقيمة Q. إلا أن هذه المحاولات تلاقي صعوبة كبيرة فيما يتعلق بالتقدير المعنوي للقيمة السوقية للمنشأة. غير أن نظرية Q تعد أحد المحددات النظرية للربط بين سوق رأس المال والاستثمار (٢)

(1) Dornbusch, R. Fisher, Macroeconomics, op.cit, p.347.

(2) Cherian Samuel, Stock Market and Investment, World Bank, Working Paper, No.1612, Washington, 1996, p.5.

ويلاحظ على النظرية عدة اعتبارات:

- أ- أهمية التوقعات المستقبلية للأرباح حتى يمكن اتخاذ القرار الاستثماري
  - ب- أسلوب حساب  $Q$  يعتمد على حساب المتوسط ومن ثم يتباين مع حساب القيمة الحدية ل  $Q$  . وبالتالي يكون متوسط  $Q$  أقل من الوحدة ، بينما قيمة  $Q$  الحدية تزيد على الوحدة .
  - ج- التباين في حساب  $Q$  غير قادر على تفسير التباين في الاستثمارات بالكامل .
  - د- تغير أسعار الأوراق المالية ومعدل  $Q$  يتوقف على المعلومات المتاحة المتعلقة بالمشاة . والتغير في أسعار الأوراق المالية يؤدي إلى توقع التغير في الإنفاق الرأسمالي .
- مؤدي ذلك ، أن الاستثمارات تعتمد على القيمة السوقية للأوراق المالية من ناحية ، ومن ناحية أخرى القيمة السوقية تستخدم مؤشر  $Q$  وأسعار الأوراق المالية لتحديد القيمة العادلة .

وقد أشار Blanchord في ١٩٩٣ أنه قد يختلف أحياناً تقييم المديرين عن تقييم السوق للاستثمارات في حالة إذا توافرت معلومات للسوق أقل مما هي متوفرة للمديرين (١) . ولكن هذا لا يضعف من تقييم السوق لأنه يفترض أن المعلومات في السوق أمام الجميع .

### ثالثاً: هيكل القرار الاستثماري

يهدف الأفراد من الاستثمار إلى تعظيم الرفاهية الاقتصادية . وقد تكون في صورة نقود أو ثروة أو أصول عينية وتأجيل الاستهلاك الحالي لاستثمار المدخرات يكون من أجل تعظيم الثروة في المستقبل . ومن ثم يتضمن اتخاذ القرار الاستثماري خطوات عديدة كما أنه يتأثر بالبيئة المحيطة (٢).

ويمكن أن يتحدد القرار الاستثماري في الأصول المالية في الآتي:

- ١- استراتيجية الاستثمار واختيار الأوراق المالية.
- ٢- تخصيص الأصول.

(1) Cherian Samuel, Stock Market and Investment, op.cit, p.10.

(2) Stephene, E. Hargitay & Shi-Ming Yu, Property Investment Decisions, E& Fn spon, London, 1993, p.9.



## ١ - استراتيجية الاستثمار :

تعد استراتيجية الاستثمار الخطوة الأولى ، عند اتخاذ قرار استثماري . وهناك

استراتيجيتان هما : (١)

- استراتيجية حذره تهدف إلى تحقيق ربح ببطء من الاستثمار مرتفع المخاطر .
  - استراتيجية نشطة تهدف إلى تحقيق ربح سريع من خلال المضاربة على الأوراق المالية
- وقد يختلف اختيار كل من الإستراتيجيتين وفقا لرغبة الفرد، ومدى كفاءة السوق كما يظهر من شكل (١٢)، حيث يفضل الاستثمار في الأسهم في السوق الكفاء، في حين يفضل الاستثمار في الأصول العينية في السوق غير الكفاء. كما يوجد تباين بين كل من المنهجين بناء على الآتي :

أ- التكلفة : تتحمل الاستراتيجية النشطة تكلفة أكبر من الاستراتيجية الحذرة . حيث تقدر إدارة المحفظة النشطة بنحو ٠,٢٥% - ٢,٥% سنويا أكثر من الاستراتيجية الحذرة .

ب- التنوع : إستراتيجية المحفظة النشطة تكون عادة أقل تنوعا من المحفظة الحذرة كما يتأثر الاختيار بين الاستراتيجيتين بنوعية الاستثمار ومعرفة المستثمر كما يظهر من شكل (١٢) إذ عندما تكون السوق كفاء ، يمكن اتباع استراتيجية الاستثمار النشطة التي تحتاج إلى كفاءة السوق لكي يتمكن المستثمر من تقييم الأسعار في السوق . ومن ناحية أخرى محدودية معرفة المستثمر بأصول وقواعد أسواق رأس المال تقتضي اللجوء إلى استراتيجية الاستثمار الحذرة .

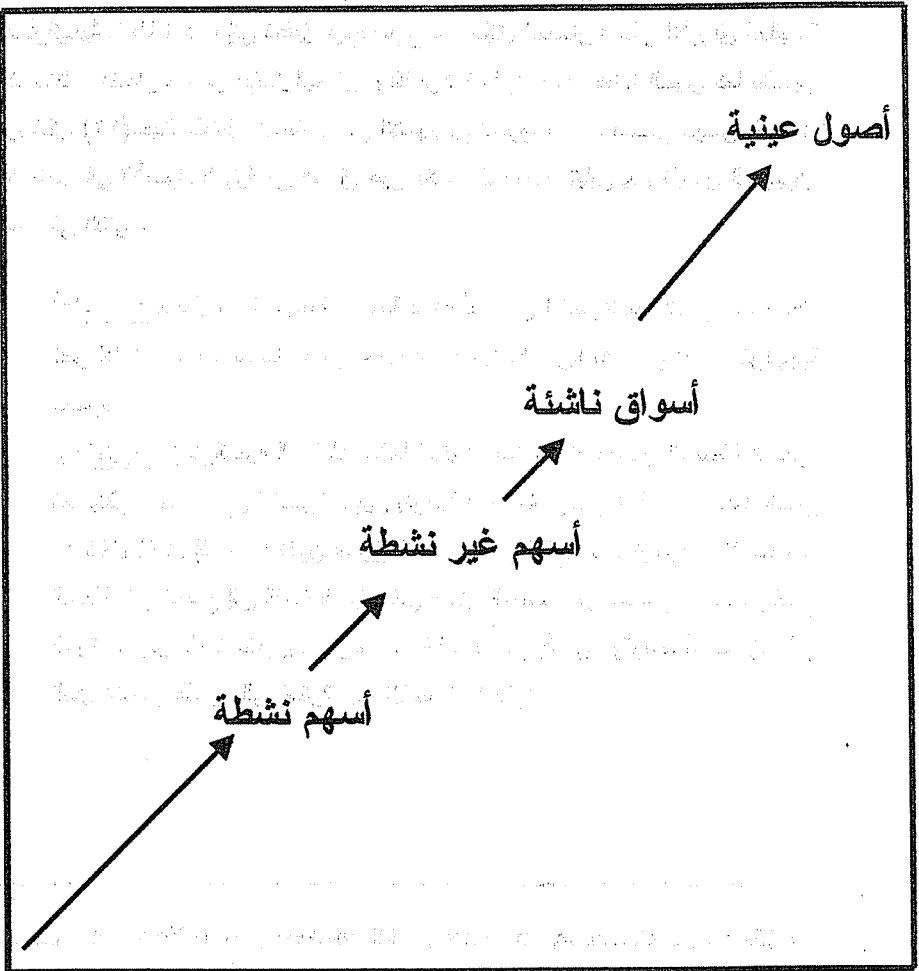
## شكل (١٢)

طبيعة الاستثمار

استراتيجية حذرة

سوق  
غير كفء

نوع الاستثمار



سوق كفاء

استراتيجية المضاربة

استراتيجية نشطة

نشطة

### ٣- تخصيص الأصول :

يشير تخصيص الأصول إلى أنواع الأصول التي تتضمنها المحفظة ونسبة الأوراق لكل نوع . ويتحدد تخصيص الأصول وفقاً للمخاطر والعائد المستقبلي لتوزيع الأصول في المحفظة . والسعي إلى تقليل المخاطر يقتضي معرفة المبادئ الأساسية لمخاطر الاستثمار وهي : (١)

- ١- تعرف مخاطر الاستثمار بأنها عدم التأكد من قيمة المحفظة عند اللجوء إلى السيولة .
- ٢- اتساع عدم التأكد حول قيمة المحفظة في المستقبل مع زيادة آفاق الاستثمار .
- ٣- تنوع أنواع الأصول في المحفظة يعني تبايناً في حجم الاستثمارات
- ٤- تخفيض مخاطر الاستثمار يكون من خلال تنويع الأوراق في المحفظة وكذلك من خلال تنويع أنواع الاستثمارات .
- ٥- إدارة مخاطر الاستثمار تكون بتغيير تخصيص الأصول في المحفظة .

وإزاء هذه المبادئ الخمسة التي تحكم عملية تخصيص الأصول ، هناك عوامل لابد أن تتوافر لكي تتفق مع هذه المبادئ مثل المعرفة ، والتنظيم ، بالإضافة إلى دراسة الهيكل الضريبي للدولة ، واحتياجات السيولة لأصحاب الأصول في المحفظة .

## المبحث الثاني

1. What is the purpose of the study?

1. The first step is to identify the problem. This involves understanding the situation and the goals that need to be achieved.

## نمو الاستثمارات

— *Journal of the American Medical Association*, 1997

## مقدمة

توفر سوق رأس المال التمويل اللازم للنشاط الاستثماري ، كما أن الوظائف المختلفة لسوق رأس المال تؤثر في القرار الاستثماري، وبالتالي تنعكس على النمو الاقتصادي في المجتمع . وهناك جدل من الناحية النظرية حول اتجاه العلاقة بين سوق رأس المال أو القطاع المالي بصفة عامة وزيادة النمو الاقتصادي . حيث يرى البعض أن تطور سوق رأس المال وانتعاشها يؤدي إلى زيادة التراكم الرأسمالي والاستثمار ومن ثم زيادة النمو الاقتصادي .

ومن ناحية أخرى يرى البعض أن زيادة النمو الاقتصادي هو المؤثر في انتعاش سوق رأس المال نتيجة ارتفاع الدخل ، مما ينعكس على زيادة النشاط في سوق رأس المال .

ويهدف هذا البحث إلى توضيح العلاقة المزدوجة بين سوق رأس المال والاستثمارات . ويركز البحث على الجوانب الآتية :

أولاً: العلاقة بين سوق رأس المال والاستثمارات .

ثانياً: علاقة وظائف سوق رأس المال بنمو الاستثمارات

ثالثاً: طلب وعرض الأدوات المالية .

## أولاً: العلاقة بين سوق رأس المال والاستثمارات

يعتبر تطور كفاءة سوق رأس المال أحد الشروط الأساسية لتطور القطاع الحقيقي وزيادة الاستثمارات . وذلك لأن نشاط سوق رأس المال يعني إمكانية تعبئة المدخرات وتوزيع الأصول المتاحة للاستثمار ، فضلاً عن جذب الاستثمار الأجنبي مما يعمل على زيادة تنوع الاستثمارات في المجتمع (١) وتتيح أسواق رأس المال التمويل اللازم للاستثمارات عن طريق أدوات مالية متنوعة وعديدة تعمل على تحقيق درجة عالية من المنافسة وتضمن فعالية تعبئة وتخصيص الموارد المالية للاتجاه نحو الاستثمار . كما تيسر سوق رأس المال توزيع الموارد المالية بين القطاعات المختلفة والمنشآت المتنوعة .

وتتطلب الاستثمارات المنتجة حجماً من رؤوس الأموال طويلة الأجل . وتقدم سوق رأس المال فرصة التمويل اللازم للاستثمار طويل الأجل . إلى جانب توفير الضمان لاسترجاع رأس المال الخاص من خلال السيولة التي يوفرها ميكانيزم نشاط سوق رأس المال . ومن ناحية أخرى التطبيقات التكنولوجية والاختراعات تتطلب توافر رأس المال طويل الأجل وهذا لا يمكن دون وجود سوق رأس المال لتوفير التمويل والسيولة في آن واحد . ولذلك ذكر Hicks (١٩٦٩) إن النجاح الحقيقي للثروة الصناعية في إحداث التراكم الرأسمالي كان ينتظر الثورة المالية .

تعمل سوق رأس المال على التغلب على أحد المشاكل الرئيسية للقرار الاستثماري . وهي الفجوة الزمنية بين فترة الاحتفاظ بالاستثمار وفترة الاستحقاق ، لأن سوق رأس المال تسمح بتحول رأس المال الخاص بطريقة اقتصادية سواء بين المستثمر أو بين المنشآت (٢) . ومن ثم يستطيع الفرد أن يفصل بين القرار الاستثماري وفترة الاستحقاق التي عادة ما تكون طويلة نسبياً . وبالتالي تسمح سوق رأس المال للمستثمر باختيار وقت الاستحقاق للاستثمار الذي يعظم من العائد الذي يتوقعه . وكذلك اختيار فترة الاحتفاظ التي تكفي لتحقيق رغباته الاقتصادية . وينعكس ذلك على فتح المجال أما نمو الاستثمار في المجتمع .

ويقتضي تعظيم الثروة والعائد على الاستثمار الاستجابة لقيمة المنشأة في سوق رأس المال وذلك لأن ارتفاع قيمة المنشأة في السوق يعني زيادة حجم التمويل المتاح لاستثمارات هذه المنشأة سواء بصورة مباشرة من البورصة نتيجة ارتفاع قيمة الأوراق المالية المتداولة للمنشأة

(١) مانويل غيتيان ، دور إصلاح القطاع المالي في التصحيح الاقتصادي الكلي والتصحيح الهيكلي ، السياسات المالية وأسواق

العربية ، تحرير د. سعيد النجار ، صندوق النقد العربي ، ص ١٧

(2) Valerie, R. Benncivenga, Brce, D.Smith, Rossm.starr, Equity Markets, Transaction Cost & Capital Accumulation, World Bank, Working Paper, No.1450, Washington. 1995 p 3

أو التي يمكن أن تصدرها . وكذلك يتيح ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة في سوق رأس المال إمكانية حصولها على التمويل من أي مصادر أخرى بخلاف البورصة نتيجة الثقة في استثمارات المنشأة . وبالتالي تستطيع المنشأة الاستمرار في الاستثمار حتى يتساوى الناتج الحدي لرأس المال مع تكلفة رأس المال وينعكس ذلك على تعظيم الثروة لأصحاب الملكية أو الأسهم .

ويتأثر تطور مستوى الاستثمار بكل من التطورات السابقة في السوق ، والتوقعات للظروف المستقبلية . وتوضح نظرية Q التي تربط سوق رأس المال والقرار الاستثماري أن سوق رأس المال توفر الظروف الملائمة لاتخاذ القرار الاستثماري عندما تزيد القيمة السوقية للاستثمار عن تكلفة الاستثمار . (١)

ويعني هذا استجابة القرار الاستثماري للإنفاق الرأسمالي لأنماط التمويل حيث يتيح ارتفاع أسعار الأوراق المالية في سوق رأس المال الفرصة للمنشأة لإصدار أوراق مالية جديدة للتمويل الداخلي عندما تكون أسعار الأوراق المالية أقل من قيمتها الحقيقية . وبعد عنصر الوقت مؤثرا للغاية في قيمة الأدوات المالية . وعندما يتم طرح الأوراق المالية في ظروف تتسم بالانتعاش في سوق رأس المال وكذلك انخفاض سعر الفائدة نسبيا سوف يؤدي ذلك إلى ارتفاع القيمة السوقية للمنشأة وفي نفس الوقت زيادة الاستثمار والربحية .

وعلى صعيد آخر اهتمت الأدبيات الاقتصادية باتجاه العلاقة بين تطور سوق رأس المال أو القطاع المالي بصفة عامة من ناحية وزيادة الاستثمارات من ناحية أخرى، وبالتالي زيادة النمو الاقتصادي في المجتمع. حيث توجد دراسات تطرح أن القطاع المالي يكون تابعا للتنمية والاستثمار في القطاع الحقيقي . وفي المقابل توجد دراسات أخرى تؤيد أن كلا من القطاع المالي أو سوق رأس المال يقوم بدور قيادي في زيادة الاستثمارات ويؤدي إلى آثار إيجابية على النمو الاقتصادي. ويمكن طرح أهم الدراسات المؤيدة لكل من الاتجاهين :

#### • الاتجاه المؤيد لاعتماد نمو سوق رأس المال على الاستثمارات :

أوضحت دراسة لكل من (Cooly & Hansen 1989,1991) أن رصيد رأس المال مستقل عن نمو النقود وأن العلاقة بينهما تتم من خلال التغيرات في القطاع الحقيقي . وكذلك

تحركات الأسعار يكون تأثيرها ثانوياً على سلوك رصيد رأس المال الكلي .  
وبالتالي الناتج (١).

وكذلك أوضحت دراسة (King and Plosser, 1984) أن التغير في التراكم الرأسمالي يحدث مع التطور في التكنولوجيا . ومن ثم تأثير السياسة النقدية على الاستثمارات والقطاع الحقيقي تعد هامشية . وأيد Ireland ١٩٩٣ ذلك باستخدام أسلوب السلاسل الزمنية ، حيث توصل إلى أن الطلب على الأصول المالية يتغير داخل المجتمع بناء على تغير معدل النمو الاقتصادي .

كما قام Sidrouki ١٩٦٧ بتفنيد آراء Tobin حول العلاقة بين سوق رأس المال والاستثمارات أو النمو الاقتصادي . وذلك بالاعتماد على نموذج يتيح للأفراد الاختيار بين النقود والتوازن الحقيقي . وتوصل إلى أن رصيد رأس المال في المدى البعيد يتوقف على معدل نمو السكان وسعر الخصم وبالتالي فحركة النقود محايدة تماماً .

### • الاتجاه المؤيد للدور القيادي لسوق رأس المال :

يرجع تاريخ الاتجاه المؤيد للدور الحيوي لأسواق المال في دفع الاستثمارات وزيادة النمو الاقتصادي إلى " شومبيتر " ١٩٥٩ حيث أوضح أن الوسطاء الماليين يقدمون خدمات تعبئة المخبرات وتقييم المنشآت ومن ثم تسهيل التبادل مما يعمل على زيادة الاستثمارات ودفع النمو الاقتصادي . وجاء بعد ذلك Tobin الذي قدم نظرية Q لترتبط بصورة مباشرة بين الاستثمارات وتطور سوق رأس المال .

وقام McKinnon ١٩٦٣ بتعديل نموذج Harrod-Domar - ليثبت أن أحد الشروط الأساسية لتحقيق نمو اقتصادي واستمراره هو وجود نظام مالي متطور . كما ظهرت خلال التسعينات دراسات عديدة تؤيد الدور الحيوي لأسواق رأس المال في دفع الاستثمار والنمو الاقتصادي ومن أهمها دراسة Ross Leaven ١٩٩٩ حيث اعتمدت على العلاقات الإحصائية لنحو ٧١ دولة خلال الفترة ١٩٦٠ - ١٩٩٥ وذلك من خلال استخدام أسلوبين إحصائيين مختلفين ، للوقوف على العلاقة بين تطور الوسطاء الماليين والنمو الاقتصادي .

(١) د. نجوى سمك، علاقة النمو المالي بالنمو الاقتصادي، مؤتمر قسم الاقتصاد ، كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ،



وقد انتهت النتائج الإحصائية لكلا الأسلوبين إلى " وجود تأثير كبير وإيجابي لتطور الوسطاء الماليين على النمو الاقتصادي "

أوضحت الدراسة وجود ثلاثة عناصر رئيسية تؤثر في مستوى تطور وكفاءة الوساطة المالية بين الدول هي :

- ١- مدى وجود قوانين تحمي الدائن بحيث يضمن حصوله على القيمة الحالية لاستثماراته في الشركات أو المديونية .
- ٢- تقوية الأنظمة التشريعية والعقود متضمنة العقود الحكومية .
- ٣- تحسين وتوحيد المعايير المحاسبية مما يتيح المقارنة بين الموازنات المختلفة .

وقد وضع من الدراسة التطبيقية أن كلا من الإصلاح القانوني والمحاسبي يدعم حقوق الدائن ، ويقوي العقود مما ينعش تطور الوساطة المالية ، الأمر الذي يزيد الاستثمار ويسرع من النمو الاقتصادي .

وأوضحت دراسة Oriana Bandiera ١٩٩٩ " كيفية تأثير التحرير المالي على المدخرات الخاصة . وذلك من منطلق أن الربط النظري بين المدخرات ومستوى سعر الفائدة يشوبه الغموض ، حيث يعد التحرير المالي متعدد الأبعاد . كما أن التأثير في المدى البعيد يختلف عن المدى القصير .

وأعتمد البحث على سلسلة زمنية لنحو ثمانى دول هي شيلي - غانا - إندونيسيا - كوريا الجنوبية - ماليزيا - المكسيك - تركيا - زيمبابوي . وانتهت الدراسة إلى وجود اختلافات بين الدول في نمط الاستجابة للتحرير المالي . حيث يوجد تأثير إيجابي للتحرير المالي على الادخار في غانا وتركيا . في حين التأثير سلبي في كل من كوريا والمكسيك. أما باقي الدول فلا يوجد نتائج واضحة تعكس التأثير .

وأكدت دراسة Gerard Caprio ١٩٩٧ " أن التمويل طويل الأجل يؤدي إلى الإسراع بنمو الشركات . ويرتبط تمويل الشركات بعوامل عديدة من أهمها :

- الدعم الحكومي
- مستوى التطور المالي

- مستوى التشريعات

- العوامل المؤسسية

وأعتمدت الدراسة على التحليلات الإحصائية ودراسات الحالة في بعض الدول . وأوضحت أنه لا يوجد شواهد تؤكد أن الدعم الحكومي يؤدي إلى الإسراع بالنمو الاقتصادي، بل إنه في بعض الحالات يؤدي الدعم إلى انخفاض الإنتاجية . في حين أن العوامل الثلاثة الأخرى ( تحسن مستوى التطور المالي - وضوح وتيسير مستوى التشريعات - وجود مؤسسات قوية ) تؤدي إلى زيادة الاستثمارات وسرعة النمو الاقتصادي .

وأوضحت دراسة Ross Levine ١٩٩٦ من خلال قياس العلاقة بين وظائف أسواق رأس المال والنمو الاقتصادي من خلال التركيز على الآثار على التراكم الرأسمالي ، والتجديد التكنولوجي . أن النظام المالي يؤثر على التراكم الرأسمالي من خلال :

- تغير معدل الادخار

- إعادة تخصيص المدخرات بين أنشطة مختلفة

وقد اعتمدت الدراسة التطبيقية على التطبيق على مستوى الشركات والقطاعات في بعض الدول المختلفة . وانتهت الدراسة التطبيقية إلى وجود علاقة قوية بين وظائف النظام المالي والنمو طويل الأجل .

وخلاصة ما سبق أن هناك اتجاها لتأييد أن سوق رأس المال هي المسبب لزيادة الاستثمارات ودفع النمو الاقتصادي . كما أن هناك اتجاها عكسيا . ومن ثم فإن الواضح من هذا الجدل الاقتصادي أن هناك علاقة مزدوجة بين كل من سوق رأس المال من ناحية ، والاستثمارات والنمو الاقتصادي من ناحية أخرى . وهذا ما أكدته بعض الدراسات التي استخدمت علاقات السببية بين كل منهما . غير أن التجارب العملية الغالبة تميل نحو أن العلاقة السببية تنتقل من القطاع المالي إلى القطاع الحقيقي . ولذلك يكون من الضروري توضيح كيفية قيام وظائف سوق رأس المال بالتأثير في حجم الاستثمارات .

## ثانيا: علاقة وظائف سوق رأس المال بنمو الاستثمارات

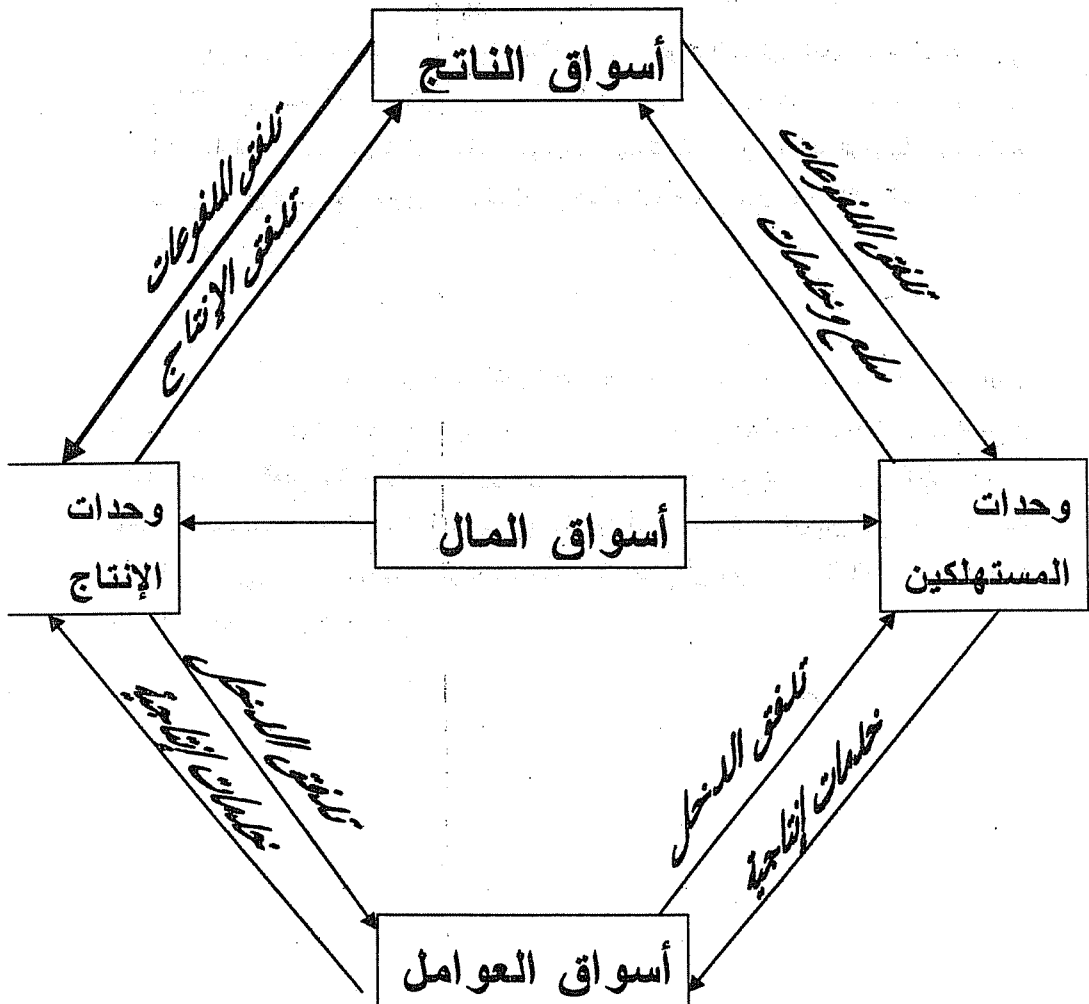
يتضح الدور الحيوي والرئيسي لسوق رأس المال في نمو الاستثمارات من خلال ميكانيزم عمل سوق رأس المال . ويشير شكل (١٣) إلى الأسواق الثلاث في النظام الاقتصادي وهي : أسواق الناتج - أسواق المال - أسواق العوامل . حيث تعمل الأسواق الثلاث على قيام النشاط الاقتصادي في إطار النظام الاقتصادي بالمجتمع.

ويوضح شكل (١٣) وضع أسواق المال في إطار أنواع الأسواق داخل النظام الاقتصادي إنها تقع في وسط الأسواق لتقوم بدور الوسيط أو القناة التي تجمع المدخرات ونضجها إلى الاستثمارات . وذلك من خلال وسائل متنوعة وعديدة تدخل ضمن وظائفه الرئيسية . ومن ثم يمكن إطلاق القلب على سوق رأس المال في النظام الاقتصادي مثل عمل القلب في الجسد الإنساني.

وتعتمد الأسواق ، وكل من المستهلك والمنتج على دور سوق رأس المال كوسيط بين الأسواق ، وكذلك بين المستهلك والمنتج . حيث يحدث تدفق للإنتاج ويقابله مدفوعات بين أسواق الإنتاج وكل من المنتج والمستهلك . ويكون الوسيط بين المنتج والمستهلك سوق رأس المال . ومن ناحية أخرى يحدث تدفق للخدمات الإنتاجية والدخل بين أسواق العوامل وكل من المستهلك والمنتج وأيضا تقوم سوق رأس المال بدور الوسيط ، الأمر الذي يعني أن سوق رأس المال وسيطة بين الأسواق ، وبين المستهلك والمنتج

## شكل (١٣)

أنواع الأسواق في النظام الاقتصادي



## وتتمثل وظائف سوق رأس المال في الآتي :

- ١- تعبئة المدخرات.
- ٢- زيادة الثروة .
- ٣- توفير السيولة .
- ٤- توفير التمويل للاستثمار .
- ٥- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر .
- ٦- تحقيق الاستقرار الاقتصادي .
- ٧- تخصيص الموارد .

### ١- تعبئة المدخرات :

تقوم سوق رأس المال بوظيفة تعبئة المدخرات من خلال الأدوات المالية التي توفرها للمدخرين مثل الأسهم والسندات إلى جانب إتاحة فرص الربح للمدخر والمستثمر، الأمر الذي يعمل على زيادة المدخرات . ويضاف إلى ذلك انخفاض المخاطر مما يجعل المدخرات تنتقل إلى مجالات الاستثمار المختلفة، ومن ثم زيادة نمو الاستثمارات في المجتمع . وينعكس ذلك على ارتفاع النمو الاقتصادي وتحسين مستوى المعيشة .

وتوفر سوق رأس المال ميكانيزم لخفض تكاليف المعاملات فيما يتعلق بتكلفة المعلومات والوسطاء لأن نشاط سوق رأس المال يقوم على توفير المعلومات أمام جميع المتعاملين بتكلفة زهيدة للغاية مما يوفر على المدخر والمستثمر عبء تكاليف المعلومات (١) كما تنعكس قدرة سوق رأس المال في تعبئة المدخرات على تحسين تخصيص الموارد وانتعاش الإبداع والتطور التكنولوجي . فضلاً عن تحويل المدخرات من الوحدات ذات الفائض إلى الوحدات ذات العجز لتتيح لها الاتساع في الاستثمار .

### ٢- الاحتفاظ بالثروة :

تعمل سوق رأس المال من خلال الأدوات المالية التي توفرها على القيام بدور مخزن للقيمة أو مخزن للثروة . وذلك لأن المدخر يقارن بين أساليب الادخار المختلفة على أساس عدة معايير توفر له الربح والأمان وزيادة الثروة . وتنتم الأدوات المالية التي توفرها سوق رأس المال مثل السندات والأسهم بأنها لا تتعرض للإهلاك كما إنها تولد دخلاً خلال فترة الاحتفاظ بها. فضلاً عن أن مخاطرها تعد أقل من مخاطر الأشكال الأخرى للادخار أو

(1) Ross Levine, Financial Development and Economic Growth, World Bank, Working Paper, No.1678, Washington, 1996, p.22.

للاحتفاظ بالثروة (١) وتعني الثروة مجموع قيم كل الأصول الموجودة بالمجتمع. أما صافي الثروة فإنه يعني الفرق بين الإجمالي والخصوم، ويشير مفهوم الثروة إلى أنها تتكون من إجمالي المدخرات بالمجتمع بالإضافة إلى العائد أو الدخل المتحقق. ومن ثم فإن زيادة قدرة سوق رأس المال على تعبئة المدخرات وزيادة العائد على الأصول المالية يعنيان زيادة الثروة في الاقتصاد وبالتالي زيادة الاستثمار. لأن زيادة العائد في الحاضر تنعكس على زيادة الشراء في المستقبل للسلع والخدمات وبالتالي تحسين مستويات المعيشة.

### ٣- توفير السيولة :

من أهم الوظائف التي توفرها سوق رأس المال هي توفير السيولة بمعنى إمكانية تحويل الأدوات المالية بسهولة وسرعة إلى نقدية سائلة مع انخفاض مخاطر الخسارة. وهي تعد ميزة كبيرة في أسواق رأس المال. وذلك لأن التطور الاقتصادي في العالم يجعل مفهوم النقود يرتبط بالودائع في البنوك لأن هناك اتجاهًا واضحًا لانخفاض احتفاظ الأفراد بالنقود سائلة، والتعامل من خلال الأدوات الحديثة للتعامل في البنوك مثل الكروت والنقود الإلكترونية. بمعنى الدفع والتسوية دون وجود نقود سائلة مع الأفراد. ولذلك فإن العائد على النقود في النظام المالي يكون أقل عائد في النظام المالي.

وفي المقابل، توفر الأدوات المالية لسوق رأس المال السيولة والعائد المرتفع في آن واحد. ويستفيد من السيولة كل من المدخر والمستثمر. مما يعكس سهولة زيادة الاستثمار ونموه في المجتمع. (٢)

### ٤- توفير التمويل للاستثمار:

تقوم سوق رأس المال بتوفير التمويل اللازم للاستثمار من خلال إمكانية طرح المنشآت للأوراق المالية والحصول على التمويل اللازم للاستثمار أو للتوسع. ويتميز التمويل الذي توفره سوق رأس المال بأنه تمويل طويل الأجل. كما أن المنشأة غير ملتزمة قانونيًا باسترجاع الأدوات المالية التي تصدرها من أصحابها ولكن يقوم صاحب الأداة المالية ببيعها في سوق رأس المال لفرد آخر.

كما تتيح سوق رأس المال فرصة لزيادة التمويل عند حاجة المنشأة من خلال إصدارها أوراقًا جديدة، ومن ناحية أخرى توفر سوق رأس المال زيادة قدرة المنشأة على الاقتراض.

(1) Peter, S. Rose, money and Capital Markets, op.cit, p.6.

(2) Ross Levine and Sara Zervos, Stock Market Development & Long Run Growth, World Bank, Working Paper No 1582, Washington, 1996, p.7.

بصورة غير مباشرة عندما ترتفع القيمة السوقية للأوراق المصدرة منها . مما يجعل هناك ثقة كبيرة في نشاط المنشأة ويتيح أمامها فرصا للاقتراض والتوسع من أي مصدر آخر بخلاف سوق رأس المال .

#### ٥- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر

تعمل سوق رأس المال على تخفيض المخاطر من خلال فرص التنويع التي توفرها . حيث تمكن سوق رأس المال من بناء محفظة تضم أوراقا مالية لقطاعات مختلفة ومنشآت متنوعة مما يعمل على تخفيض المخاطر . كما يكون التنويع على المستوى الدولي وليس المحلي فقط مما يتيح فرصة أكبر لخفض المخاطر .

وفي المقابل تعكس الأسعار في سوق رأس المال المعلومات المتاحة عن المنشآت المتداولة وكلما تحسن نشاط ومستقبل المنشأة ارتفع سعر الأوراق المالية الخاصة بها . ومن ثم تعمل كل منشأة على تحسين وضعها للاستفادة من ارتفاع أسعار أوراقها الذي يعني انخفاض تكلفة التمويل من ناحية ، ويوضح الثقة في تعاملاتها من ناحية أخرى، في حين أن انخفاض أسعار الأوراق المالية يعكس ضعف الثقة وارتفاع تكلفة التمويل وهذا ما تسعى لتجنبه المنشآت العاملة في السوق .

وبهذا فإن حركة الأسعار في السوق تعمل بمثابة رقابة ومرشد للمديرين لتحسين أوضاع نشاطهم وتحسين مركزهم المالي ومن ثم ينعكس ذلك على تحسن نمو الاستثمارات .

#### ٦- تحقيق الاستقرار الاقتصادي :

تعد سوق رأس المال أداء مهمة من أدوات السياسة الاقتصادية لتنفيذ الحكومات مهامها في الوصول إلى الاستقرار الاقتصادي ، وتجنب التضخم أو الكساد . وذلك من خلال التأثير في معدلات الفائدة ، وبالتالي تغيير مستويات الاقتراض والاستثمار في الاقتصاد . (١) وتقوم الحكومة بالتأثير من خلال أدوات غير مباشرة في التدخل لتحريك سعر الفائدة مما ينعكس على حركة الأسعار في سوق رأس المال ، وذلك لأن هناك علاقة عكسية بين سعر الفائدة والأسعار في سوق رأس المال . ومن ثم يمكن التأثير في زيادة نمو الاستثمارات .

وبناء على ما سبق ، يتضح أن ميكانيزم عمل سوق رأس المال يعمل على تنشيط نمو الاستثمار في المجتمع سواء بصورة مباشرة أو غير مباشرة . كما أن تطور كفاءة سوق رأس المال يؤثر في نمو الاستثمارات تأثيرا إيجابيا . وذلك لأن ارتفاع كفاءة سوق رأس المال يعني أمرين :

١- تحسن الكفاءة التسعيرية، وبالتالي زيادة تدفق المعلومات بسرعة وبدون فاصل زمني كبير . الأمر الذي يوفر المعلومات اللازمة لزيادة ونمو الاستثمارات حيث أن أحد الشروط الأساسية لنمو الاستثمارات هو وجود معلومات .

٢- تحسن الكفاءة التشغيلية بمعنى انخفاض تكلفة المعاملات في سوق رأس المال . وينعكس ذلك على انخفاض تكلفة الاستثمار مما يتيح فرصا أكبر للتوسع في الاستثمارات لأن التكاليف التي يتحملها المستثمر تكون عند حدها الأدنى، وبالتالي يرتفع العائد وهذا يشجع المستثمرين على زيادة الاستثمارات .

وبخلاصة ما سبق أن نشاط سوق رأس المال يعمل على نمو الاستثمار . وكذلك كلما زادت كفاءة سوق رأس المال فإن فرص نمو الاستثمار تكون أكبر وأوسع ..



### ثالثا : طلب وعرض الأوراق المالية

تقوم المنشآت بعرض الأوراق المالية المتنوعة بفرض الحصول على التمويل اللازم لنشاطها . وفي نفس الوقت يقابله طلب من قبل الأفراد بفرض تعظيم منفعتهم . وقد ظهر خلال العقود الماضية تطور هائل في المؤسسات المالية ، والأدوات المالية ، والأساليب المالية مما أدى إلى تطور العرض والطلب في أسواق رأس المال . ويقدر أن هناك أكثر من ٦٠٠ منتج مالي حديث ظهر خلال الفترة من ١٩٨٦ - ١٩٩٠ . (١)

ويتيح التنوع أمام طالبي الأوراق المالية الاختيار بين مجموعة كبيرة ومتنوعة على أساس تعظيم العائد وتخفيض المخاطر . وذلك من خلال إنشاء محفظة تضم أوراقا مالية متنوعة وفقا للقطاعات والمنشآت وذلك في ضوء أسباب أساسية لطلب الأفراد على الأوراق المالية من أهمها :

١- نمط الدخل خلال فترات مختلفة يختلف عن رغباته في الاستهلاك ومن ثم يستطيع من خلال الطلب على الأوراق المالية توفير فرص للائجار والاستهلاك والسيولة .

٢- الوصول إلى تعظيم الثروة من خلال اقتناء الأوراق المالية (٢) وقد تحافظ المحفظة في بعض الأحيان على تعظيم صافي الثروة أو تحافظ على القوى الشرائية لمخدرات الفرد.

وفي المقابل يساعد تنوع الأدوات المالية المنشآت في اختيار الأدوات والأساليب المالية المناسبة لنشاطها وأهدافها في المستقبل . ويعتمد عرض وتوقيت الأوراق المالية على أساس السياسة التمويلية للمنشأة التي تراعي الآتي :

١- اختيار هيكل المديونية الأمثل .

٢- هيكل الاستحقاق للمديونية .

٣- التفضيلات المختلفة لمصادر التمويل .

(1) Charles, P. Jones, Investments Analysis and Management, op.cit, p.24

(2) Hendrik, S. Houthakker, The Economics of Financial Markets, op.cit, p.5.

### • الأوراق المالية في سوق رأس المال :

تعد الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال طويلة الأجل لفترة تتجاوز عاما وتتسم بأن مخاطرها أعلى عن المخاطر في سوق النقود . وذلك لأن فترة الاستحقاق أطول . وتضم سوق رأس المال أدوات مالية للمديونية وللمساهمة مع اختلاف في تواريخ الاستحقاق . وتعتبر الورقة المالية بمثابة صك يعطي لحامله الحق في الحصول على جزء من عائد المنشأة أو جزء من أصول المنشأة (١) .

ويمكن توضيح أهم الأدوات أو الأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال والتي تعد الوسيلة الرئيسية لزيادة الاستثمار، من خلال سوق رأس المال عن طريق تقسيمها إلى أوراق مالية ذات دخل ثابت وأخرى ذات دخل متغير .

### أولاً : الأوراق المالية ذات الدخل الثابت :

تتضمن الأوراق المالية ذات الدخل الثابت جدولاً زمنياً بتواريخ رد أصل المبلغ والفوائد المتفق عليها . ويتضمن الاتفاق تفاصيل محددة تتضمن حقوق المقرض وتجعله يعرف مسبقاً الفوائد التي سيحصل عليها في المستقبل . ويعد هذا النوع من الأوراق المالية ضئيل المخاطر ويقدم فرصة لتشجيع الأفراد الذين يغيضون المخاطر ليستثمروا في أوراق تقليدية ذات دخل ثابت ومعروف مسبقاً ومن أهم هذه الأنواع الآتي :

#### (١) - السندات :

تصدر العديد من منشآت الأعمال سندات لضمان زيادة الحصيلة التمويلية لها . وهي بمثابة عقد بين المستثمر المقرض والمنشأة ( المقرض ) تتعهد فيه المنشأة بـرد أصل المبلغ والفوائد في تواريخ محددة . وتمتد تواريخ استحقاق السندات لفترة خمس سنوات وهي السنوات قصيرة الأجل أو قد تكون متوسطة الأجل من فترة خمس سنوات إلى عشر سنوات . أو طويلة الأجل وتمتد إلى حوالي عشرين سنة أو أكثر .

(١) د. منير هندي ، الأوراق المالية واسواق رأس المال، مرجع سابق ، ص ٥.

(2) Charles, P. Jones, Investments Analysis and Management, op.cit,p36

وهناك نوعان من السندات، سند لحامله ومن ثم يمكن تداوله في السوق بالبيع والشراء والتنازل، وهناك السند المسجل باسم صاحبه ويكون غير قابل للتداول ويهدف ذلك إلى تحقيق الأمان والحماية لصاحبه ولكن كلاهما يصدر بكوبون لتحصيل قيمة الفائدة .

## ٢ - السندات الجديدة :

استخدمت خلال السنوات الماضية أنواع جديدة من السندات تختلف سماتها عن سمات السندات التقليدية ومن أهمها:

### السندات لا تحمل معدلا للكوبون

تصدر هذه السندات بدون كوبونات . وتباع هذه السندات بخصم على قيمتها الاسمية . ويقوم المستثمر باسترداد القيمة الاسمية عند تاريخ الاستحقاق . ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة لشراء السند وبين القيمة الاسمية الفائدة التي يحصل عليها المستثمر .

وتقوم بإصدار هذا النوع من السندات التي لا تحمل كوبونا المنشآت أو الحكومات على حد سواء . وتنتمى هذه السندات بأن المستثمر يحصل على الفوائد في تواريخ الاستحقاق أو عند البيع .

## ٣-سندات الخزانة

تعد سندات الخزانة أوراقا مالية حكومية . وتهدف الحكومات من إصدار الأوراق المالية إلى الحصول على موارد للموازنة العامة . وعادة ينظر المستثمر إلى الأوراق المالية التي تصدرها الحكومات المركزية على أنها أكثر أمانا . كما أنها غالبا ما تتمتع بالإعفاء الضريبي . فضلا عن انخفاض فكرة مخاطر التأجيل أو التوقف عن السداد . (١)

ويتراوح تاريخ استحقاق سندات الخزانة من ١٠ - ٣٠ عاما ومع ذلك يمكن إصدارها بأي مدد من الاستحقاق (٢). كما يحق لحامل السند التصرف فيه قبل تاريخ الاستحقاق ، ويتم غالبا طرح هذه السندات من خلال مزادات معلنة .

(١) د. منير هندي، الأوراق المالية واسواق رأس المال، مرجع سابق ، ص ٤٢

(2) Charles, P Jones, Investments Analysis and Management, op.cit, p 33

وتختلف أساليب حساب العائد وفقاً لتاريخ الانتهاء منها . فعند الاحتفاظ بها حتى تاريخ استحقاقها يتم حساب العائد المتوقع من خلال أسلوب معدل العائد الداخلي ، لإيجاد المعدل الذي تتساوى عنده القيمة السوقية لشراء السند مع القيمة الحالية التي سيحصل عليها المستثمر في تاريخ الاستحقاق.

#### ٤ - الأوراق المالية للمحليات :

منذ عام ١٩٢٠ ، استحدثت الحكومات المحلية في الولايات المتحدة الأمريكية سندات للمساعدة في تمويل القطاعات الاقتصادية في الولايات المختلفة وعلى الرغم من أن الحكومات المحلية جزء من الحكومات المركزية فإن سندات الحكومات المركزية تكون ذات مخاطر أقل من سندات الحكومات المحلية . ولذلك تلجأ الحكومات المحلية إلى تقديم ضمانات للاستثمار في هذه السندات .

وتصدر الحكومات المحلية نوعين من السندات ، أحدهما لتمويل مشروعات المرافق العامة ويتم سداد الفوائد من عائد حصيلة المشروعات . أما النوع الآخر من السندات فإنه يذهب إلى تمويل مشروعات الحماية من التلوث البيئي، وتكون هذه السندات معفاة من الضرائب . ويتم بيع هذه المشروعات في النهاية إلى المنشآت التي تسبب التلوث .

#### ثانياً : الأوراق المالية ذات الدخل المتغير :

يتغير عائد الأوراق المالية ذات الدخل المتغير وفقاً لربحية المنشأة أو الجهة المصدرة للأوراق المالية أو بناء على تغير عائد آخر يتم الربط بينه وبين هذه الأوراق . ومن أهم أشكال هذه الأوراق الآتى :

#### ١ - الأسهم العادية :

تصدر المنشآت الأسهم العادية كمستند للملكية بقيمة اسمية محددة لتمويل نشاطها . ويتمتع حامل السهم بحقوق في الحصول على نصيبه من الأرباح التي توزعها المنشأة . وله الحق في التصويت في الجمعية العمومية وفقاً لحصته . ويتوقف ذلك أيضاً على حضوره الجمعية العمومية . ولا يستطيع المستثمر استرداد قيمة السهم من المنشأة المصدرة له وإنمّا عليه طرحه في السوق للبيع وبقيمتة السوقية .

كما أن المنشأة توزع العائد وفقاً لربحيته، إلا أنه لا يوجد التزام قانوني بحتمية التوزيع . بحيث تلجأ أحياناً المنشأة لتوزيع العائد على أصحاب الأسهم في صورة أسهم جديدة مما يخفض القيمة السوقية للأسهم ويرفع من حجمها.

وتعد الأسهم العادية ذات مخاطر أعلى من الأوراق المالية الأخرى خاصة السندات ذات العائد الثابت والمضمون . ومن ثم يطلب المكتتبون في الأسهم العادية عائد مرتفعاً لكي يعوض المخاطر المرتفعة .

وتعتبر الأسهم العادية مصدراً مستمراً للتمويل للمنشأة لأنه لا يجوز استرداد قيمتها من المنشأة، كما يحق لها طرح أسهم جديدة وفقاً لقيمتها السوقية في هذا التوقيت . وقد تلجأ المنشأة إلى طرح عدد كبير من الأسهم ليس بغرض الحاجة إلى الموارد المالية فقط، وإنما أيضاً لتوسيع قاعدة الملكية. وعلى سبيل المثال شركة التليفونات والاتصالات الأمريكية (AT&T) تمتلك أكثر من ٧٠٠ مليون سهم في بورصة نيويورك . (١)

## ٢- اتجاهات حديثة للأسهم العادية :

ظهرت خلال السنوات الماضية اتجاهات حديثة في الأسهم العادية ومن أهمها الآتي :

### أ- الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية :

تصدر الأسهم العادية للأقسام الإنتاجية من المنشأة من خلال ربط التوزيعات الخاصة بهذه الأسهم بأرباح قسم إنتاجي معين بالمنشأة . وقد استحدث هذا النوع من قبل شركة جنرال موتورز.

### ب- الأسهم العادية المضمونة:

بصفة عامة لا يجوز لحامل السهم الرجوع للمنشأة إذا انخفضت قيمتها . ولكن ظهر في ١٩٨٤ في الولايات المتحدة الأمريكية أسهم عادية تعطي الحق لحاملها المطالبة بالتعويض من المنشأة إذا انخفضت قيمتها عن حد معين (٢٠) وذلك خلال فترة معينة محددة مسبقاً . وبهذا فإن هذا النوع من الأسهم يعطي لصاحبه خلال فترة التعويض مكاسب بلا حدود قصوى ولكن الخسائر لها حدود ، وهي مزايا ضخمة لصاحب الأسهم.

### ٣- الأسهم الممتازة :

تجمع الأسهم الممتازة بين صفتي الأوراق ذات العائد الثابت والأوراق ذات العائد المتغير في موقع وسط بين السندات والأسهم العادية . تعطي الأسهم الممتازة الحق لحاملها في أولوية عند التصفية ، وله الحق في توزيعات سنوية بنسبة ثابتة من القيمة الاسمية . ومن ثم فتحقيق المنشأة أرباحا مرتفعة أو منخفضة لا تؤثر في التوزيع الخاص بالأسهم الممتازة .

وحامل الأسهم الممتازة ليس له الحق في التصويت وليس له صوت في إدارة المنشأة إلا عند حدوث مشاكل في التوزيع . (١) كما يحق للمنشأة استدعاء الأسهم التي تصدرها مقابل أن يحصل أصحاب الأسهم على قيمة تفوق القيمة الاسمية لها . وهذا ما يوفر ميزة للمنشأة للاستفادة من تغير الأسعار للفائدة والأوراق المالية .

غير أن تكلفة الأسهم الممتازة تعتبر كبيرة بالمقارنة بالأسهم العادية حيث إن الأسهم الممتازة تنقسم بالزامية التوزيعات، وإذا لم توزع المنشأة الربح في سنة ما فإنها توزع أرباح السنوات الماضية عند توزيعها الربح بعد ذلك .

وظهرت خلال فترة الثمانينيات والتسعينيات أنواع حديثة من الأسهم الممتازة تنقسم بتغير العائد عليها ويتم تعديل تصيب السهم من الأرباح أكثر من مرة خلال العام .

### ٤- الأوراق المالية القابلة للتحويل :

تشير الأوراق المالية القابلة للتحويل إلى الأسهم الممتازة أو السندات التي يمكن تحويلها إلى أسهم عادية . وذلك بناء على رغبة حاملها . ويتم التحويل إلى عدد من الأسهم يساوي قيمتها بدون أي مدفوعات . ويمثل سعر التحويل القيمة الاسمية للسند أو السهم الممتاز مقسوما على معدل التحويل . (٢)

(1) Peter, S. Rose, Money and Capital Markets, op.cit, p.611

(2) Charles, P. Jones, Investment Analysis and Management, op.cit, p.43

### ثالثا المشتقات:

تعتبر المشتقات إحدى أدوات التعامل في أسواق رأس المال المستقبلية . وقد بدأ التعامل في هذه الأدوات في أوائل السبعينيات واتسع التعامل بها في التسعينيات . وتُعرف المشتقات بأنها عقود مالية تشق قيمتها من الأسعار الحالية للأصول المالية أو العينية محل التعاقد مثل الأسهم . وتستخدم المشتقات للتحوط ضد مخاطر التغير المتوقع في أسعار الأصول ومن أهم أنواع المشتقات الآتي :

#### ١- عقود الاختيار Options

يقصد بعقود الخيار أو الاختيار اتفاقا شخصيا بموجب عقد لتنفيذ أو عدم تنفيذ عملية شراء أو بيع لمقدار محدد من أصل مالي في المستقبل بسعر يحدد وقت الاتفاق . وذلك نظير عمولة للبايع عند التعاقد . ويحصل البائع على العمولة سواء تم تنفيذ العملية أو لم تنفذ . وتنقسم عقود الاختيار إلى بيع أو اختيار شراء . ويلتزم بائع حق الاختيار بإيداع الهامش لدى بيت السمسرة الذي يتعامل معه .

#### ٢- العقود المستقبلية Futures

تعطي العقود المستقبلية الحق لمشتريها في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا على أن يتم التسليم في تاريخ لا حق وغالبا ما يندر تسليم الأصل محل التعاقد ، وإنما تتم التسوية على أساس فروق الأسعار .

وتختلف العقود المستقبلية عن عقود الاختيار في أن العقود المستقبلية لابد أن تنفذ . في حين أن عقود الاختيار تعطي الحق في إلغاء العقد أو تنفيذه . كما أنه لا يجوز استرداد قيمة العلاوة المدفوعة في حالة عقد الاختيار . بينما يسترد الهامش المبدئي عند تنفيذ العقد المستقبلي .

#### ٣-العقود الآجلة : Forward Contracts

عقود تعطي لمشتريها الحق في شراء أو بيع قدر معين من أصل مالي أو عيني بسعر محدد مسبقا . وذلك مثل عقود الاستيراد والتصدير وهي عقود يتفق الطرفان على شروطها وفقا لظروف العقد .

#### ٤ - المقايضة : Swaps

تعد المقايضة اتفاقاً بين طرفين على تبادل قدر معين من أصل مالي أو عيني مقابل أصل آخر . ويتم تبادل الأصول في تاريخ لاحق . وفي معظم الأحيان يقوم صانعو السوق ببيع الأوراق المالية على أساس أسعار الشراء مضافاً إليها التكاليف اللازمة للتعويض عن المخاطر التي يتعرضون لها نتيجة احتفاظهم بمخزون من الأوراق المالية (١).

وبناء على ما تقدم من الأنواع المختلفة للأوراق المالية المتداولة في سوق رأس المال . فهي تعكس فرصاً واسعة النطاق أمام طالبي وعارضي الأوراق المالية ، وبالتالي تتيح فرصاً استثمارية ضخمة تعمل على زيادة نمو حجم ونوعية الاستثمارات في المجتمع .

(1) Robert, C. Racliffe, Investment, op.cit, p. 621.



## ففى

## تخصیص الاستثمارات

## مقدمة

يهدف هذا المبحث إلى مناقشة ميكانيزم نشاط سوق رأس المال في القيام بدورها الرئيسي في توجيه الاستثمارات نحو الأنشطة المختلفة وفقاً لمزايا كل قطاع . وبالتالي يقع على كاهل سوق رأس المال دور التخصيص الأمثل للموارد في المجتمع، ومن ثم فإن تطور كفاءة سوق رأس المال له أهمية كبيرة في تحقيق كفاءة التخصيص في المجتمع وبالتالي دفع النمو الاقتصادي .

وينقسم هذا المبحث إلى الأتي :

أولاً : دور سوق رأس المال في النظام الاقتصادي وتخصيص الموارد.

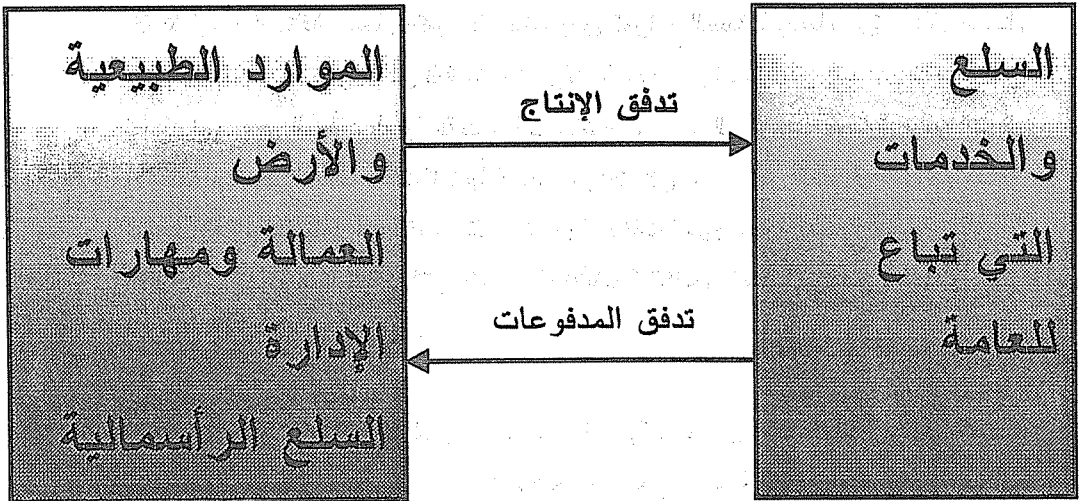
ثانياً : علاقة كفاءة سوق رأس المال بالكفاءة الاقتصادية .

### أولاً: دور سوق رأس المال في النظام الاقتصادي وتخصيص الموارد:

تقوم السوق في النظام الاقتصادي الحر بمهمة تخصيص الموارد وإنتاج السلع والخدمات من خلال جهاز الأسعار. وتعمل السوق بمثابة قناة بين البائع والمشتري لتبادل السلع والخدمات والموارد. وبالتالي تقوم السوق بتحديد ما هي السلع والخدمات التي يجب إنتاجها وما هي كميتها؟ ويحدث ذلك الميكانيزم من خلال التغير في الأسعار للسلع والخدمات المقدمة في السوق، وذلك كما يوضحه شكل (١٤) حيث تحدد الأسعار عملية تبادل تدفق الإنتاج وتدفق المدفوعات بين سوق الناتج وسوق العوامل.

شكل (١٤)

## النظام الاقتصادي



ويتسم النظام الرأسمالي بأن تغير السعر يؤدي إلى إحداث التوازن من خلال التغير في العرض والطلب للسلع والخدمات. واستمرار التغير في الأسعار يؤدي إلى إعادة تخصيص الموارد إلى الاستخدامات الكفاء. وذلك في ظل توافر تدفق للمعلومات عن كل من جانبي العرض والطلب. ويتسم نظام تغير الأسعار بالتغير المباشر في سلوك المستهلك. ومن ثم فعملية تخصيص السلعة أو الخدمة بين مختلف الاستخدامات والكميات تتوقف على التغيرات السعرية.

وتتفاعل سوق رأس المال مع السوقين الآخرين التين يضمهما النظام الاقتصادي. وهما سوق الناتج، وسوق العوامل. وتقوم سوق رأس المال بتعبئة المدخرات من الأفراد والمؤسسات وتوجيهها نحو الاستثمارات. وتختلف أنواع الاستثمار وفقاً لنوعية المستثمر. فقد توجه سوق رأس المال الموارد للاستثمار في سلع رأسمالية أو في المخزون أو الاستثمار العقاري. بينما الإنفاق على شراء الملابس والمأكّل يعد إنفاقاً استهلاكياً.

وتغير الأسعار للأوراق المالية في سوق رأس المال يؤدي وظيفة تخصيص للموارد نحو الاستثمارات المختلفة. مما ينعكس على تخصيص الموارد العينية. وتعمل سوق رأس المال من خلال مجموعة متنوعة من التقنيات والأدوات المالية على تحقيق قدر كبير من الفعالية في تعبئة وتخصيص الموارد المالية القابلة للاستثمار. وبالتالي توجه سوق رأس المال الاستثمارات نحو الأنشطة ذات المزايا النسبية، وذلك لأن سوق رأس المال تقوم بتوفير التمويل اللازم للاستثمارات الكفاء بتكلفة تمويلية منخفضة نتيجة ارتفاع أسعار الأوراق المالية التي تصدرها المنشآت التي تنتمي لهذه الأنشطة الكفاء. كما يرتفع الطلب على الأوراق المالية المصدرة منها.

في حين أن الاستثمارات التي لا تنسم بمزايا نسبية أو فرص مستقبلية واعدة تواجه صعوبات في إصدار وتصريف أوراقها المالية. مما يعني حصيلة أقل للإصدار وتكلفة أعلى نسبياً للتمويل، لأن أوراقها المالية ستكون منخفضة القيمة. ويضاف إلى ذلك أن ارتفاع أسعار الأوراق المالية في قطاع معين، يجعل هذا القطاع مميزاً لتشجيع دخول منشآت جديدة ويترتب على ذلك زيادة المعروض من هذا النشاط. ومن خلال هذه الآلية تتجه الموارد نحو الاستخدامات الأكثر كفاءة.

غير أن أسعار الأوراق المالية في سوق رأس المال تتباين عن أسعار السلع والخدمات في سوق السلع والخدمات. وذلك من خلال الآتي : (١)

**أولاً :** يختلف القرار في تخصيص الموارد للاستثمار في سوق التداول بسوق رأس المال لأن القرار غالبا يفوض إلى المديرين في المنشآت، ويقوم المدير بتقرير سياسة التوزيع، والرافعة المالية، وتوقيت إصدار الأوراق المالية الجديدة في السوق الثانوية . حيث يمتلك المدير القدرة على اتخاذ القرار الرشيد بشأن كمية الموارد المتاحة من أجل الاستثمار في أصول جديدة، غير أن أصحاب الأوراق المالية قد لا يحددون مباشرة كمية عرضهم من رأس المال.

أما في سوق الإصدار ، فإن سعر الورقة المالية يقوم بنفس دور السعر في أسواق السلع والخدمات ، وذلك عند طرح شركة جديدة أوراقا مالية لأول مرة لتمويل استثماراتها، حيث يتوقع أن يكون سعرها مرتفع مع زيادة الطلب عليها. في حين عندما تكون التوقعات الخاصة بالعائد في المستقبل غير كافية لإغراء وجذب ضخ مدخرات في هذه الأوراق ، فإن سعر الورقة سوف يكون منخفض .

**ثانياً :** التباين بين سعر السلعة في سوق السلع وسعر الورقة المالية في سوق رأس المال ، قد يظهر من تدفق المعلومات في سوق رأس المال، حيث يرغب المتعاملون في السوق في معرفة مدى كفاءة قرارات مديري المنشأة، في حين يرغب مديرو المنشأة في معرفة القيمة السوقية للاستثمار حيث تؤثر المعلومات عن التوقعات المستقبلية على سعر الورقة المالية .. وعندما يرتفع سعر الورقة المالية في سوق رأس المال فإن هذا يعني أن السوق تتوقع أرباحا مرتفعة على هذه الورقة . وعندما يسعى المدير لتغيير سعر الورقة المالية فإنه يلجأ لتغيير المعلومات . في حين يتخذ المستهلك في سوق السلع القرار الخاص بكمية مشترياته من السلعة بناء على منفعته الشخصية.

وهذا يعكس تباينا واضحا بين سعر السلعة في سوق السلع وسعر الورقة المالية في سوق رأس المال، في ظل سوق السلع يهتم المستهلك فقط بالقيمة الحدية له . ومن ثم يسمى نموذج " القيمة الخاصة " . في حين أن السعر في سوق رأس المال يهتم بنموذج " القيمة العامة " .

وبناء على ذلك فإن سعر السلع يقوم بالتخصيص الكفاء للموارد بصورة مباشرة في حين حركة الأسعار في سوق التداول بسوق رأس المال تقوم بالوظيفة التخصيصية بطريقة غير مباشرة من خلال الدور التوجيهي (١). وذلك بالاعتماد على تنفق المعلومات .

وبهذا توجد علاقة حتمية بين كفاءة سوق رأس المال وكفاءة تخصيص الموارد ، وذلك من خلال دورين أساسيين هما : (٢) .

#### أ- دور أمامي أو مستقبلي.

##### ب - دور خلفي.

ويعتمد هذا الدور على العلاقة الوثيقة بين قرار المديرين وتحديد سعر السهم في سوق رأس المال . وتربط هذه العلاقة بقيام المتعاملين في السوق بتقديم الحافز اللازم لتوفير المعلومات عن أداء المنشآت .

ويعني "الدور الأمامي" للسعر في سوق رأس المال أن المتعاملين سوف يرغبون في المعلومات حول الأرباح المستقبلية المتوقعة للفرص الاستثمارية الجارية ، وتؤثر المعلومات المستقبلية في قرار الاستثمار الذي يتغير بناء على توقعات تغير الأسعار في المستقبل .

ويعني "الدور الخلفي" للسعر في سوق رأس المال، الاعتماد على تقييم القرارات الاستثمارية السابقة من خلال بحث تغير واتجاه السعر في السوق في الماضي الأمر الذي يعكس مؤشرا على مدى جودة وكفاءة القرارات الاستثمارية السابقة وبالتالي اتخاذ القرار الاستثماري في الحاضر .

وبهذا فإن سوق رأس المال تعمل على القيام بدور خلاق لإنتاج المعلومات والدور الإرشادي للعملية الاستثمارية . ويتوقف اتخاذ القرار سواء من المتعاملين أو المديرين على المعلومات وعندما يتجه السعر للانخفاض يكون لدى المديرين حافز ضعيف للاستثمار وعندما يرتفع السعر في سوق رأس المال يصبح لدى المديرين حافز قوي للاستثمار . وهذا

(1) Gary Gorton, Stock Market efficiency & Economic Efficiency, Center for Economic Policy Research, November No.1261, London, 1995, p.5

(2) James Dow & Gary Gorton Stock Market Efficiency and Economic Efficiency, op.cit, p.1089

الميكانيزم يتعلق بالدور المستقبلي لحركة الأسعار، فهي تجعل القرار الاستثماري حذرا وقائما على الدراسة لأنه سوف يؤثر في قيمة المنشأة لفترة زمنية طويلة من خلال تنذبب العائد .

ويمكن استنتاج الملاحظات الآتية من خلال العلاقة بين حركة السعر في سوق رأس المال وتخصيص الموارد :

١- أن المعلومات تتدفق من المنشأة إلى سوق رأس المال . وكذلك من سوق رأس المال إلى المنشآت .

٢- يتجه نشاط المنشآت من خلال قرارات المديرين المبنية على تميز وتغير تدفق رأس المال المستثمر إلى المنشأة ومن المنشأة .

٣- يعد دور سوق رأس المال دورا مرشدا في تخصيص الموارد بطريقة غير مباشرة .

٤- يبذل المتعاملون بسوق رأس المال جهداً في الحصول على المعلومات فقط عندما يهتم المديرون باتجاهات الأسعار في السوق كمرشد لقراراتهم .

### ثانياً : علاقة سوق رأس المال بالكفاءة الاقتصادية :

هناك علاقة وثيقة بين تطور كفاءة سوق رأس المال وتطور الكفاءة الاقتصادية بالمجتمع. حيث يعتمد تخصيص رأس المال على تكلفة الفرصة البديلة التي تعبر عن سعر الوحدة من رأس المال المستخدم للتمويل . وقد تكون تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال هي سعر الفائدة (١). وتعد تكلفة الفرصة البديلة لرأس المال مهمة للغاية لأنها تحدد من الذي يقرض ؟ ومن الذي يقرض ؟ كما أنها تحدد كمية المعروض من رأس المال والمتاح للاستخدام في الإقراض وتؤثر الفرصة على توجيه الموارد المالية نحو الاستثمار الأكثر كفاءة ، مما يحقق الكفاءة الاقتصادية للمجتمع .

ويقدم العائد والمخاطر فرص الاختيار أمام الأفراد للاختيار بين الإنفاق الحالي أو الإنفاق المستقبلي . ويتوقف على المفاضلة بين المنفعة اليوم والمنفعة في المستقبل . ومن ثم

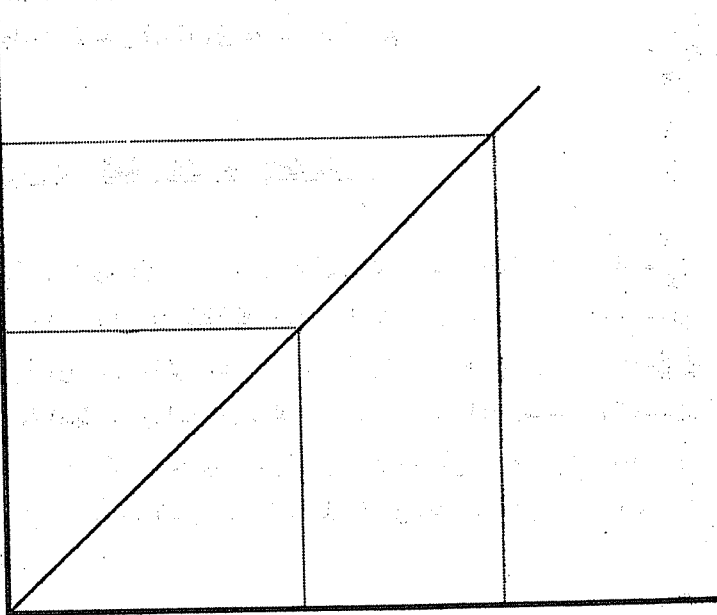
تسمح سوق رأس المال بتغيير الثروة للأفراد من فترة زمنية لأخرى بهدف تحقيق نمط استهلاكي أكثر تفضيلاً للفرد .

ويوضح الشكلان (١٦،١٥) المقارنة بين الاستثمار في سوق رأس المال والاستثمار في الأصول الحقيقية. حيث يشير خط فرص الاستثمار في سوق رأس المال إلى وجود علاقة طردية بين الاستثمار والعائد. كلما زاد الاستثمار ارتفع العائد. أما منحنى فرص الاستثمار في الأصول الحقيقية فيلاحظ أن المنحنى يميل نحو اليمين بعد فترة من الاستثمار ليشير إلى ثبات العائد بعد فترة من زيادة الاستثمار، وهذا يوضح كمية الاستثمار المفترض استثمارها في الأصول الحقيقية. في حين تتيح سوق رأس المال فرصاً للاستثمار في الأصول الحقيقية الأكثر ربحية ثم تنقل للأصول العينية الأخرى وفقاً للتوسع الذي تنتجه محفظة الأوراق المالية. ومن ثم تستمر العلاقة بين الاستثمار والعائد طردية.

شكل (١٥)

### منحنى فرص الاستثمار في سوق رأس المال

العائد

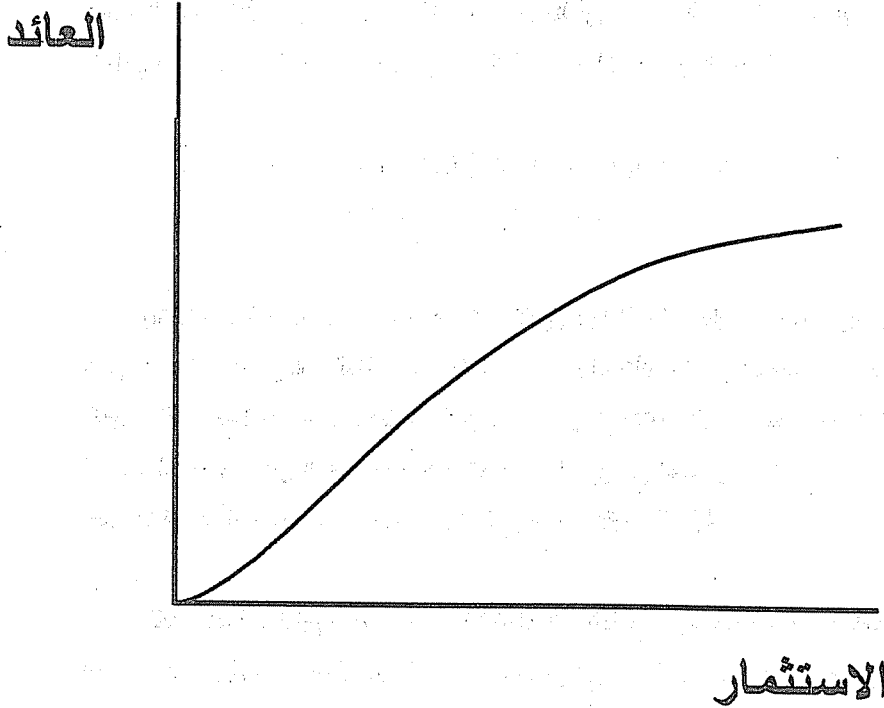


الاستثمار

Source: Douglas, R. Emery Johnd, Principles of Finance, Prentice-Hall International Inc, New York, 1997, p.81



شكل (١٦)  
منحى فرص الاستثمار في الأصول الحقيقية



Source: Douglas, R. Emery Johnd, Principles of Finance, Prentice-Hall International Inc, New York, 1997, p. 83

وتعمل سوق رأس المال على تحقيق الكفاءة الاقتصادية لأنها توفر الاختيار أمام متخذ القرار ليفاضل بين البدائل المختلفة من خلال معدل الفائدة . حيث يعد معدل الفائدة بمثابة تكلفة الفرصة البديلة للاختيار بين البدائل .

و يوضح شكل (١٧) العلاقة بين كفاءة سوق رأس المال وكفاءة الاقتصاد حيث يعبر الشكل عن العرض والطلب الكلي لرأس المال في الاقتصاد . ويشير المحور الرأسي إلى معدل العائد ، ويشير المحور الأفقي إلى فرص الاستثمار في الاقتصاد في أنواع مختلفة من

الأنشطة ، ويوضح شكل (١٧) قيمة الناتج الحدى لرأس المال لكل نشاط، ومن ثم تعتمد قرارات المديرين في الاختيار على إرشادات أسعار سوق رأس المال لاختيار السياسات الاستثمارية والأنشطة التي تحقق أعلى عائد، وبالتالي تتحقق الكفاءة في الاقتصاد.

وتقدم الأسعار في سوق رأس المال الإرشاد لتخصيص الاستثمار عندما تتساوى مع القيمة المتوقعة للأصول عند سعر الخصم. ويلاحظ أن كل من السعر المستقبلي أو السعر الخلفي لهما سعران هما سعر البيع وسعر الشراء . ويأخذ السعر الصيغة التالية :

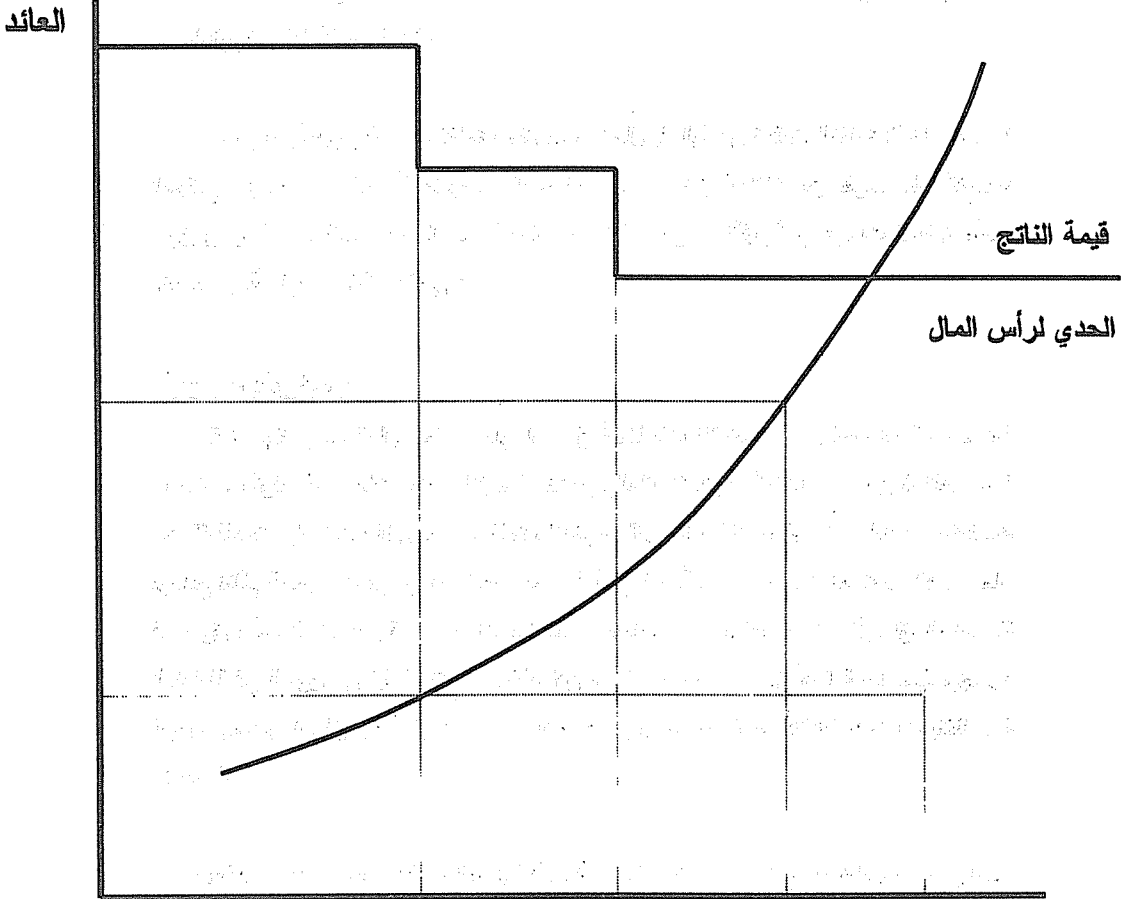
$$\text{السعر} = \text{القيمة الحالية للتدفقات النقدية} - \text{القيمة الحالية لتعويض الإدارة} \\ + \text{القيمة المستمرة للشركة} .$$

وتتجه الاستثمارات نحو القطاعات التي تكون فيها القيمة الحالية موجبة ، ويرتبط سعر البيع بالسيولة والمعلومات المتاحة . وكذلك سعر الشراء يتأثر بالسيولة والمعلومات ويحدث التغير وفقاً للمعلومات حتى يحدث التوازن . وبالتالي يتم اختيار الأنشطة وفقاً للمعلومات المتاحة في سوق رأس المال والتي قد تختلف عن السعر في الماضي، لأن الاختيار يتم بناء على التوقعات المستقبلية التي تشير إلى ارتفاع صافي القيمة الحالية .

ولكن عندما لا تتاح معلومات عن الأنشطة المختلفة بصورة كافية ، يصبح السعر في الماضي في سوق رأس المال هو المرشد للاستثمار في المستقبل. وهو الدور الخلفي لميكانيزم دور سوق رأس المال.

## شكل (١٧)

## كفاءة سوق رأس المال وكفاءة الاقتصاد



## كمية رأس المال في البورصة

James Dow & Gary Gorton, Stock Market Efficiency and Economic Efficiency, Journal of Finance, No.3, July 1997, p.1099

وتسهم سوق رأس المال في تحقيق الكفاءة الاقتصادية على المستويين الكلي ، والجزئي حيث تساهم سوق رأس المال في تحقيق الاستقرار الاقتصادي. وذلك من خلال توفير الآتي (١) :

- أ- تنوع في الأصول المتاحة لاستثمار الأموال مما يضمن مرونة كبيرة للحكومة في مواجهة عدم الاستقرار الاقتصادي والصدمات غير المتوقعة .
- ب- استخدام الأدوات المالية في التأثير في مدى رواج أو كساد الاقتصاد .و ذلك من خلال التأثير في الاستثمار المتوقع .

كما يسهم تطور مقومات كفاءة سوق رأس المال بفعالية في تحقيق الكفاءة الاقتصادية للمجتمع . وذلك من خلال التخصيص الكفء للموارد . تتضح العلاقة بين مقومات كفاءة سوق رأس المال والتخصيص الكفء للموارد من خلال دراسة تأثير أهم مقومات الكفاءة على تخصيص الموارد . وذلك كالآتي :

#### ١ - المعلومات :

تقوم سوق رأس المال بتوفير معلومات عن القطاعات الاقتصادية ، والمنشآت المسجلة بالسوق . وتوفر المعلومات فرصا لتقييم المخاطر والعائد للقطاع والمنشآت . ومن ثم التفرقة بين القطاعات والمنشآت التي تعمل بكفاءة والأخرى التي تفقد الكفاءة في نشاطها . وكذلك يوضح نظام المعلومات فرص الاستثمار المتاحة أمام المستثمرين . كما يضغط تغير الأسعار في سوق رأس المال على قيام المنشآت بتحسين أوضاعها لكي ترتفع أسعار الأوراق المالية المتداولة في السوق من قبل المنشأة . وذلك لأن ارتفاع أسعار الأوراق المالية يعني وجود فرص لإصدار أوراق جديدة تباع بسعر مرتفع مما يوفر تمويلا أوسع لنشاط المنشأة وبتكلفة منخفضة .

ويعكس ارتفاع أسعار القيمة السوقية للأوراق المالية ثقة السوق في المنشأة وهو ما يوفر لها فرص الحصول على مزايا عديدة سواء في تسويق منتجاتها أو الحصول على تمويل من مصادر أخرى غير سوق رأس المال . وكذا توفر المعلومات السيولة للأوراق المالية مما يجعل الأوراق المالية أكثر جاذبية للمستثمر في حالة ارتفاع السيولة لها . وبذلك فإن توافر

(١) مانويل غيتيان، دور إصلاح القطاع المالي، مرجع سابق، ص ١٧ .

المعلومات في سوق رأس المال يعمل على زيادة فعالية تخصيص الموارد في الاقتصاد بكفاءة لأنه يوجه الموارد إلى :

١- المنشآت ذات الكفاءة .

٢- القطاعات ذات المزايا النسبية .

وذلك من خلال المعلومات المتوافرة عن العائد والمخاطر سواء على مستوى المنشآت ( المستوى الجزئي ) أو على مستوى القطاعات ( المستوى الكلي ) بالإضافة إلى المعلومات عن تطور الاقتصاد العالمي والمحلي ، والأنشطة القطاعية .

## ٢ - السيولة :

تشير السيولة إلى إمكانية إبرام الصفقات بسرعة وعند سعر قريب من السعر الذي أبرمت به آخر صفقة (١) . وتوفر السيولة فرصاً أوسع للشراء والبيع مما تيسر زيادة الفرص الاستثمارية وكذلك إتاحة فرص أكبر للاختيار أمام البدائل المختلفة سواء من الأنشطة أو من المنشآت .

وبهذا فإن سيولة السوق تساعد على التخصيص الأمثل للموارد لأنها تتيح الاختيار أمام متخذ القرار سواء من الأفراد أو من المنشآت، ومن ثم تساعد على اختيار البديل الذي يعظم من كفاءة التخصيص . كما أن السيولة تعمل على توفير سمة انتظام الأسعار . أي استقرار الأسعار في السوق .

## ٣ - تكلفة المعاملات :

تؤثر تكلفة المعاملات على تكلفة القرار الاستثماري لأن ارتفاع تكلفة المعاملات قد يحد من التوسع في الاستثمار . ولهذا فإن السوق الكفء تتميز بانخفاض تكلفة المعاملات، وينعكس هذا بدوره على تطوير كفاءة الاستثمارات . وهناك مفهومان لتكلفة المعاملات في الأسواق المالية . ينصرف المفهوم الأول إلى تكلفة استخدام المستثمر لأسواق الصرف الأجنبي أو سوق الأوراق المالية . وهذا النوع يؤثر على حركة رأس المال . أما المفهوم الثاني ينصرف إلى التكاليف المرتبطة بالمخاطر التي يحتمل أن يتعرض لها رأس المال أو الفرص البديلة للاستثمار (٢).

(١) د. منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، مرجع سابق ، ص ٥٥٧

(2) Valerie. R Bencivenga, Equity Market, Transaction Costs, and Capital Accumulation. World Bank Working Paper, Washington, No.1456. 1995 p 16

ومن الواضح أن كلا من المفهومين لتكلفة المعاملات يؤثر على حركة وحجم واتجاه الاستثمار . وبالتالي عندما تنخفض تكلفة المعاملات في سوق رأس المال التي تنسم بالكفاءة ينعكس هذا على تخصيص الموارد .

#### ٤- عدالة السوق:

تعني عدالة السوق إتاحة السوق فرصاً متساوية لجميع المتعاملين سواء من ناحية الصفقات أو المعلومات . وعندما يشعر المتعاملون بوجود عدالة في التعامل في سوق رأس المال ، فإن هذا يدفعهم إلى مزيد من الاستثمار وفقاً للأسس الاقتصادية مما يساعد على التخصيص الأمثل للموارد .

وتعد عدالة السوق إحدى المهام الرئيسية لإدارة البورصة لمتابعة المعلومات أمام جميع المتعاملين، وتوفير فرص متساوية لكل من يرغب في التعامل على أي ورقة مالية . كما يتطلب هذا عدم وجود خلل في التوازن بين الطلب والعرض لأسباب غير طبيعية أو غير اقتصادية دون مبرر. وكلما تطورت كفاءة سوق رأس المال اتسمت السوق بالعدالة وانعكس ذلك على التخصيص الأمثل للموارد .

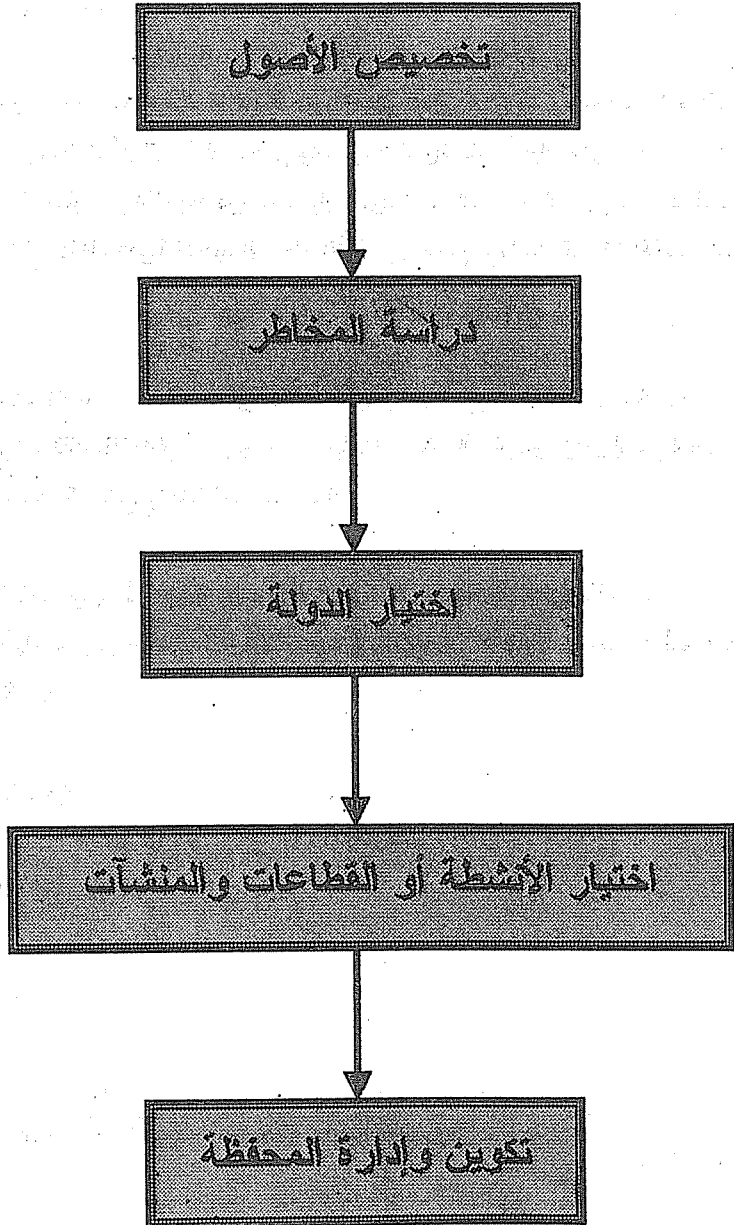
#### ٥- رشادة سلوك المستثمر:

يتطلب تحقيق كفاءة سوق رأس المال اتسام تعاملات المستثمرين بالرشادة وسعي المستثمر لتعظيم المنفعة . ومن ثم ينعكس ذلك على إدارة المستثمر لمحفظة الأوراق المالية بصورة تعظم من المنفعة وتقلل من المخاطر. ويعرف ذلك بالكفاءة الاقتصادية.

ويوضح شكل (١٨) منهجية تكوين محفظة الاستثمار، حيث يبدأ بتخصيص الثروة للاستثمار في الأوراق المالية . وتأخذ عملية التخصيص ثلاثة أنواع هي (١) :

أ- تخصيص الأصول الإستراتيجي: يقوم المستثمر بتخصيص نسب ثابتة من موارد المحفظة للاستثمار في العديد من مجموعات الأصول لفترة زمنية طويلة . وعندما يتخذ قراراً بالبيع أو الشراء يقوم بتعديل المفردات المكونة لمجموعات الأصول مع الحفاظ على النسب المخصصة لكل منها .

شكل (١٨)  
خطوات تكوين محفظة استثمارية



**ب- تخصيص الأصول الديناميكي:** يعمل المستثمر على تغيير التوزيع النسبي لاستثمارات المحفظة وفقاً للتغيرات التي تمر بها السوق .

**ج- تخصيص الأصول التكتيكي:** يعتمد على أن التوزيع النسبي لاستثمارات المحفظة يعتمد على التنبؤات قصيرة الأجل بأحوال السوق . وبذلك فقد يحقق مستوى أعلى من العائد في فترة زمنية قصيرة .

وبعد عملية التخصيص ودراسة المخاطر تأتي عملية اختيار الدولة المضيفة للاستثمارات من منطلق أن الاستثمار عالمي وليس محلياً، ويتوقف اختيار الدولة على مدى ملائمة مناخ الاستثمار . وينتقل بعد دراسة اختيار الدولة على المستوى الكلي إلى دراسة القطاعات المختلفة داخل الدولة لتحديد الأنشطة الأكثر ربحية ثم المنشآت المميزة للاستثمار فيها .

وتعكس عملية تكوين محفظة الأوراق المالية ضرورة إتباع سلوك اقتصادي رشيد للاستثمار. ويرتبط ذلك بالاختيار وهي جوهر عملية تخصيص الموارد. و يؤدي إلى ارتفاع الكفاءة الاقتصادية بالمجتمع وزيادة النمو الاقتصادي .

وفي ظل كفاءة سوق رأس المال أو على الأقل الكفاءة الاقتصادية، ينبغي توافر عدد من الاعتبارات لأتباع استراتيجية الشراء والاحتفاظ التي تتناسب مع السوق الكفاء. ومن أهم هذه الاعتبارات الآتي: (١)

#### ١- تنوع الاستثمارات

#### ٢- تخفيض المخاطر

#### ٣- تحقيق السيولة

#### ٤- الاعتبارات الضريبية

(1) Stephen, E. Hargitay and Shi-Ming yu, Property Investment Decisions, E & Fn. spon, London, 1993, p.23.



## ١-تنويع الاستثمارات

تعتمد فكرة التنويع على الاستثمار في منشآت مختلفة في قطاعات متنوعة. وكلما زاد التنويع في المحفظة إنخفض مستوى المخاطر. ويمكن قياس التنويع رياضياً من خلال معامل الارتباط، حيث يتحقق التنويع بصورة مثالية عند إنخفاض معامل الارتباط بين عوائد الأوراق المالية المكونة للمحفظة.

## ٢-تخفيض المخاطر

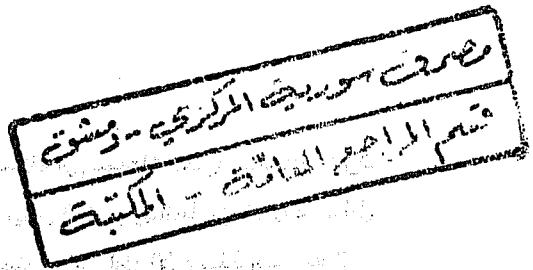
يمكن للمستثمر تخفيض المخاطر من خلال التنويع في الأوراق المالية التي تضمنها المحفظة إلى جانب زيادة نسبة الأسهم الدفاعية والسندات الحكومية (١).

## ٣-تحقيق السيولة

يعمل المستثمر على تحقيق السيولة من خلال اختيار الأوراق المالية النشطة وكذلك السندات التي تصدرها المنشآت ذات السمعة الجيدة.

## ٤-الاعتبارات الضريبية

ينبغي أن يقوم المستثمر بالموازنة بين الأرباح الأيرادية والأرباح الرأسمالية بناء على مستوى الربحية بعد دفع الضريبة. ومن ثم قد يختار المستثمر المنشآت التي توزع جزءاً ضئيلاً من الأرباح إذا كانت الضريبة مرتفعة على الأرباح الأيرادية في مقابل الاستفادة من الأرباح الرأسمالية.



### الفصل الثالث

## دراسة مقارنة لكفاءة سوق رأس المال

## في تخصيص ونمو الاستثمارات في الولايات المتحدة

## الأمريكية ومصر

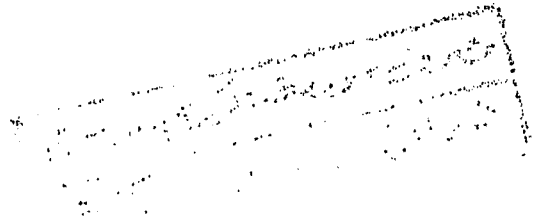
مقدمة :

يهدف هذا الفصل إلى توضيح مدى تطور كفاءة سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية ومصر . وذلك من خلال التعرض للإطارين التشريعي والتنظيمي وانعكاس الكفاءة على نمو تخصيص الاستثمارات . وعلى ذلك ينقسم الفصل إلى المباحث الآتية :

أولاً : علاقة كفاءة سوق رأس المال والاستثمارات في الولايات المتحدة الأمريكية

ثانياً : تطور كفاءة سوق رأس المال في ج.م.ع

ثالثاً انعكاسات كفاءة سوق رأس المال على الاستثمارات في ج.م.ع



المبحث الأول  
علاقة كفاءة سوق رأس المال والاستثمارات  
في الولايات المتحدة الأمريكية

## المبحث الأول

علاقة كفاءة سوق رأس المال والاستثمارات  
في الولايات المتحدة الأمريكية

## مقدمة :

يهدف هذا المبحث إلى دراسة الجوانب المختلفة لتطور كفاءة سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك لأن سوق الولايات المتحدة الأمريكية تعتبر أكفأ سوق في العالم . وبالتالي دراسة هذه السوق توفر خبرات مهمة لتطوير الأسواق في الدول النامية بصفة عامة والسوق المصرية بصفة خاصة . وذلك لأن سوق رأس المال تتطلب توفر مقومات محددة لكي تكون سوقاً كفئاً. وإذا غاب أحد المقومات لا تستطيع السوق القيام بوظائفها بكفاءة.

وينقسم هذا المبحث إلى دراسة الجوانب الآتية :

أولاً : الإطار التشريعي

ثانياً : الإطار التنظيمي

ثالثاً : تطور كفاءة سوق رأس المال

## أولاً الإطار التشريعي :

يستند نشاط سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية إلى عدة قوانين وقواعد لتنظيم السوق وتوفير الحماية للمستثمر، فضلاً عن ترسيخ قواعد العدالة والأمان للتعامل في السوق ومن أهم القوانين المنظمة للسوق: (١)

أولاً :- قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ .

ثانياً :- قانون الأوراق المالية والبورصة لسنة ١٩٣٤ .

ثالثاً :- قانون اتفاق الوكالة لسنة ١٩٣٩ .

رابعاً :- قانون شركات الاستثمار لسنة ١٩٤٠ .

خامساً :- قانون مستشاري المستثمر لسنة ١٩٤٠ .

سادساً :- قانون حماية المستثمر لسنة ١٩٧٠ .

وتقوم لجنة الأوراق المالية والبورصة ( SEC ) بتطبيق القانون ، و تقديم النصيح إلى المحكمة الفيدرالية في حالة المنازعات المالية . كما تقوم اللجنة بكتابة تقرير سنوي إلى الكونجرس حول إدارة وتنفيذ قانون الأوراق المالية ، وتتكون لجنة الأوراق المالية والبورصة من خمسة أعضاء يصدر بها قرار من رئيس الجمهورية ويتم التصديق على القرار من الكونجرس . وتكون مدة العضو خمس سنوات ، ثم عدلت لتكون لمدة سنة واحدة . ولا يجوز أن يكون هناك أكثر من ثلاثة أعضاء من حزب واحد .

ويضم أعضاء اللجنة متخصصين في الاقتصاد والقانون والمحاسبة والتحليل المالي ، وخبراء في مجالات أخرى متنوعة يكونون تابعين لرئيس واحد من أعضاء مجلس إدارة اللجنة .

## أولاً قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ :

يهدف قانون الأوراق المالية الذي يسمى بقانون الحقيقة إلى تحقيق هدفين أساسيين :

- ١- توفير المعلومات عن الأوراق المالية التي تطرح في البورصة.
- ٢- منع التزييف والغش وأي ممارسات غير مشروعة تؤثر على بيع الأوراق المالية .

(1) Securities and Exchange Commission, the Work of the SEC, Internet, <http://www.sce.gov/asec/wot. /wot.htm>, p.2

ويلزم القانون المنشآت بتسجيل الأوراق الجديدة التي تصدرها لتحقيق أهدافه . ولكن تعفي الأوراق المالية الحكومية من التسجيل ، وتوفر عملية التسجيل الكشف عن الحقائق والمعلومات عن المنشآت التي تصدر أوراقا مالية . ويؤدي ذلك إلى توفير معلومات للمستثمر لتقييم مدى جدارة الأوراق المالية والحكم عليها .

وتسجيل المنشأة لا يعني أنها منشأة جيدة وأن هناك ضمانا تجاه شراء الأوراق المالية المصدرة منها ، وإنما يعني إنها استوفت تقديم البيانات والمعلومات المطلوبة منها . والمستثمر الذي يخسر من جراء شراء أوراق مالية معينة يمكن أن يستعيد حقوقه إذا أثبت أن الحقائق في طلب التسجيل والمنشور الخاص بصحيفة التسجيل كانت غير كاملة أو غير دقيقة .

وتضع اللجنة صحيفة تسجيل مختلفة وفقا لنوعية الشركة وبصفة عامة صحيفة التسجيل لابد أن تتضمن الآتي : (١)

- ١- وصف طبيعة نشاط المنشأة وهياكلها .
- ٢- وصف مزاياء شراء الأوراق المالية للمنشأة ، وعلاقتها بالأوراق المالية الأخرى التي سبق إصدارها .
- ٣- معلومات حول إدارة المنشأة .
- ٤- قوائم الدخل والميزانية معتمدة من المراقب المالي المستقل .

وتصبح هذه الأوراق متاحة للعامة بعد اعتماد لجنة الأوراق المالية والبورصة . ويمنح القانون مهلة للاعتماد ٢٠ يوما لتقوم اللجنة بمراجعة المعلومات . وإذا وجد نقص في المعلومات يتم إخطار المنشأة لتكملة المعلومات .

وتتطبق شروط التسجيل على المنشآت المحلية أو الأجنبية أو الحكومات التي تطرح أوراقا مالية في الولايات المتحدة الأمريكية ويستثني من ذلك الآتي :

- الطرح الخاص لعدد ضئيل من الأفراد أو المؤسسات .
- الأوراق المالية المصدرة من الحكومات المحلية .
- إصدارات ضئيلة لا تتجاوز حدا معين تحدده اللجنة .
- طرح منشآت الاستثمار الصغيرة .

ويهدف القانون من استثناء المنشآت الصغيرة إلى مساعدة الصناعات الصغيرة وتشجيعها . وهي عادة تكون أقل من ٥ ملايين دولار، ولا يستثنى من شروط التسجيل سوى المنشآت التي تنطبق عليها الشروط بدقة .

كما يتيح القانون في القسم الثالث الحق للجنة في إضافة أي أنواع من الأوراق المالية يمكن استحداثها إلى قائمة أنواع الأوراق المالية، وذلك من أجل حماية المستثمر من خلال وجود خصائص محددة للأوراق المالية التي يمكن أن تطرح في البورصة (١) .

ومن ناحية أخرى ، يؤكد القانون على ضرورة احترام قواعده من خلال وجود عقوبات صارمة على المخالفين للقانون . وينص القسم ٢٤ من القانون على معاقبة الشخص الذي ينتهك قواعد القانون والتنظيم الموضوع من قبل اللجنة بمبلغ ١٠ آلاف دولار أو السجن لمدة لا تزيد عن خمس سنوات أو كلاهما .

كما أدخل تعديل على القانون في عام ١٩٨٢ ، يمكن المنشأة أن تتقدم بخطوة تسجيل للأوراق المالية طويلة الأجل . ويسمح هذا للمنشأة بإصدار الأوراق المالية في أي وقت خلال سنوات مختلفة بناء على الموافقة المسبقة وقت تقديم الخدمة .

### ثانيا : قانون الأوراق المالية والبورصة لسنة ١٩٣٤ .

استهدف هذا القانون توسيع دائرة حماية المستثمر من التعامل في الأوراق المالية سواء وقت الإصدار أو التعامل أو التداول . وفقد اهتم القانون بتحقيق العدالة ومنع الممارسات غير المشروعة من خلال وضع قواعد للتعامل والمشاركة في السوق . وذلك كالآتي . (٢)

#### ١- تقارير المنشآت:

تلتزم المنشآت التي ترغب في تسجيل أوراقها المالية وتداول الأوراق في البورصة بتسجيل ملفاتها في البورصة ولجنة الأوراق المالية والبورصة ، وألزم القانون المنشآت التي تعمل في الأسواق غير المنظمة أيضا . ويستلزم تسجيل

(1) The Securities Lawyer's Deskbook, Securities Act of 1933, Internet, <http://www.law.uc.edu/ccl/33act.com,p.2>

(2) Securities and Exchange Commission, the work of the SEC, op.cit, p.5



الأوراق تقديم المعلومات والتقارير سنوياً لتحديث المعلومات أمام أصحاب الأسهم وتوفير المعلومات التي يطلبها المتعاملون في السوق . وتضع نسخة من التقارير في لجنة الأوراق المالية والبورصة ويسمح بالإطلاع عليها دون تكلفة . ومنذ عام ١٩٩٦ أصبحت كل تقارير المنشآت متاحة على خدمة الإنترنت .

#### ٢- تفويض التصويت

وُضع القانون قواعد لتنظيم عملية حصول بعض أعضاء مجلس الإدارة أو المستثمر من بعض حملة الأسهم على تفويض بالتصويت نيابة عنهم في الجمعية العمومية . التفويض لابد أن يقرن بتوضيح كل الحقائق والمعلومات أمام حملة الأسهم . إلى جانب إتاحة الفرصة للقبول أو الرفض في بيان التفويض في كل موضوع من موضوعات التصويت . كما يتطلب التفويض موافقة لجنة البورصة للتأكد من استيفاء شروطه .

#### ٣- التداول الداخلي

يحظر القانون تعامل المديرين والعاملين بالمنشأة الذين تتاح لهم معلومات داخلية لا تتاح للعامة . حيث يقومون بشراء أو بيع الأوراق المالية لتحقيق مكاسب أو تجنب خسارة بناء على معلومات لديهم لا تتوافر للعامة . وكذلك يعد من الممارسات غير المشروعة قيامهم بتوفير معلومات لآخرين تمكنهم من الكسب أو تجنب الخسارة قبل أن تصل تلك المعلومات إلى العامة . وقد وضع القانون عقوبات صارمة على هذه التصرفات . وتم تشديدها في عام ١٩٨٤ بحيث يفرض عليه غرامة تعادل ثلاث مرات مكسبه نتيجة استخدامه لمعلومات داخلية .

وفي عام ١٩٨٦ وسع الكونجرس من قواعد الإفصاح لمزيد من الرقابة على المنشآت . بحيث يتطلب معلومات عن الشخص الذي يرغب في الحصول على أكثر من ٥% من المنشأة سواء بالشراء المباشر أو بنظام العطاءات .

ويلزم القسم السادس عشر من القانون أعضاء مجلس الإدارة والعاملين الذين تزيد حصتهم على ١٠% من الأسهم المسجلة للمنشأة بتقديم تقرير للجنة الأوراق

المالية وتقرير للبورصة عند حدوث تغير في حصتهم في المنشأة ١

#### ٤- التداول النقدي الهامشي:

وضع القانون ضوابط لتمويل الصفقات من خلال الاقتراض، حيث تم وضع حدود على كمية الائتمان التي يمكن أن تمول مشتريات الفرد من الأوراق المالية، وقد أعطى القانون السلطة إلى البنك الفيدرالي في تحديد نسبة الهامش . ويقوم البنك الفيدرالي بتحديد النسبة وفقاً للحالة الاقتصادية بحيث تتغير مع الظروف الاقتصادية .

#### ٥-التداول وممارسة البيع :

اهتم القانون بعمليات التداول والممارسات في السوق سواء في السوق المنظمة أو في السوق غير المنظمة من أجل حماية المستثمر والعامه . وتم وضع ضوابط تمنع الغش أو التدليس أو أي نوع من الممارسات غير الشرعية وتضطلع لجنة الأوراق المالية والبورصة بتنظيم ووضع القواعد المناسبة لتحقيق هذا الهدف مثل :

- تحديد الفعل أو الممارسات التي تعالج الممارسات المحظورة .
- تنظيم البيع على المكشوف ، واستقرار التعاملات .
- تنظيم الرهونات .
- توفير الحماية للنشاط المالي للسماسر والمتعامل .

#### ٦- التسجيل في البورصة :

يتطلب التعامل في البورصة تسجيل أي جهة لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة سواء من قبل السماسرة أو وكالات التسوية . وأصبح هناك التزام على كل الأسواق المنظمة أن يتم تسجيلها في لجنة الأوراق المالية والبورصة .

وفي عام ١٩٣٨ اصدر الكونجرس قانونا بإنشاء الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية (NASD) . ويسجل الاتحاد لدى لجنة الأوراق المالية . ويضع قواعد تحكم العلاقة بين أعضائه ويقوم بتنظيم الممارسات بغية الحد من الممارسات غير الأخلاقية.

## تسجيل السماسرة:

يعد تسجيل السماسرة والتعاملات في الأوراق المالية أحد البنود المهمة للخطّة المنظمة للقانون . يقوم السماسر بالتسجيل لدى اللجنة والاضطلاع على أي تغييرات أو شروط مالية . وذلك من خلال الاستمارة التي تضع بنودها اللجنة . ويقوم السماسر بممارسة نشاطه وفقا لبنود القانون وتنظيمات اللجنة التي تضعها لحماية المستثمر .

ومن ناحية أخرى أشار الكونجرس إلى أهمية سوق الأوراق المالية كأصل قومي يجب الاهتمام به ، وتوفير المعلومات ووسائل الاتصال التي تؤدي إلى مزيد من كفاءة العمليات في السوق . ولذلك فقد حث القانون على توفير الآتي: (١)

- أ. الكفاءة الاقتصادية للعمليات في السوق .
- ب. وجود منافسة عادلة فيما بين السماسرة والمتعاملين في السوق .
- ج. توفير كل المعلومات أمام السماسرة والمتعاملين في السوق .
- د. تنفيذ أوامر المتعاملين من خلال السماسرة في السوق المناسبة .

ولهذا تم تكليف لجنة الأوراق المالية والبورصة بتقديم دراسات وتوصيات كل فترة إلى الكونجرس حول أهم الاقتراحات لتعديل وتحسين كفاءة السوق وتنظيمها من أجل خلق نظام قومي للسوق .

وقد اهتم القانون بالشفافية وتوفير المعلومات الحقيقية على أساس أنها الركيزة التي يستند إليها نشاط سوق الأوراق المالية ومن ثم تم وضع الشروط التالية :

- منع استخدام أو توزيع أوراق تحتوي على معلومات غير حقيقية .
- التأكد من أن المطبوعات والمعلومات تتاح أمام المتعاملين .
- العمل على تجميع كافة المعاملات في السوق وطبعها في صورة مطبوعات ومعلومات واضحة أمام المتعاملين .
- التأكد من وجود معلومات حول كل المتعاملين في السوق من سماسرة ومتعاملين وأوراق مالية .

### ثالثاً : قانون اتفاق الوكالة لسنة ١٩٣٩ Trust Indenture:

اهتم القانون بإصدار السندات والمديونية المماثلة لها التي تطرح للبيع العام بقيمة تزيد على ٧,٥ مليون دولار (١). حيث ألزم القانون عدم طرح السندات في السوق إلا بعد اتفاق المنشأة مع وكيل عن المستثمرين يحفظ الحقوق والمزايا للمستثمرين . وقد حدد القانون الآتي :

- وجود مستويات وثقة كبيرة بالوكيل .

- توفير القوائم المالية أمام الوكيل .

- عدم وجود مصلحة بين الوكيل والمنشأة .

- تسجيل الوكيل لدى لجنة الأوراق المالية والبورصة .

كما حذر القانون من ضياع حقوق أصحاب السندات . ووضع شرطاً بضرورة وجود قائمة بأصحاب السندات تمكن من معرفة بعضهم لمتابعة حقوقهم معاً . وفي عام ١٩٨٧ تم وضع اقتراحات جديدة من قبل لجنة الأوراق المالية لتطوير القانون ليستطيع التعامل مع الأدوات المالية الحديثة . وقد اقترن مع القانون الصادر في عام ١٩٩٠ .

### رابعاً : قانون شركات الاستثمار:

ينظم القانون الشركات التي تستثمر في الأوراق المالية أو تقوم بإعادة الاستثمار والطرح العام للأوراق المالية ، كما يجب أيضاً تسجيل الأوراق المالية التي تطرحها هذه الشركات وفقاً للقانون ١٩٣٣ .

ويتطلب تسجيل شركات الاستثمار الإفصاح عن مركزها المالي والسياسات الاستثمارية ومعلومات كاملة عن نشاطها . ويحدد القانون الشروط الآتية :

- منع تغير طبيعة النشاط أو السياسات الاستثمارية دون موافقة أصحاب الأسهم .
- عدم تعامل الشركة مع أشخاص ثبت قيامهم بالغش في الأوراق المالية .
- منع مساهمة بنوك الاستثمار أو السماسرة إلا في حدود الأقلية .
- حظر الاستثمار فيما بين الشركات إلا بموافقة من لجنة الأوراق المالية والبورصة .

وكذلك يجب على شركات الاستثمار إرسال تقرير دوري إلى لجنة الأوراق المالية يحتوي على تطور أعمالها .

#### خامساً : قانون مستشاري الاستثمار لسنة ١٩٤٠

وضع القانون تنظيمًا للشركات التي تعمل كمستشار للاستثمار سواء كانت مستشارًا لشركات الاستثمار ، أو إدارة الأموال ، أو التخطيط المالي . ويجب أن تكون الشركة مؤهلة للقيام بدورها وتقوم بالتسجيل في لجنة الأوراق المالية والبورصة . ويحق للجنة رفض طلب تسجيل الشركة أو إيقاف نشاطها إذا ثبت عدم كفاءتها . كما يحق للعميل رفع دعوى قضائية واسترداد الرسوم التي قام بدفعها . (١)

وتقدم الشركة تقرير دوريًا للجنة لمراجعة نشاطها وكيفية حساب الرسوم . وتقوم اللجنة بمراجعة مدى التزام الشركة بأخلاق المهنة . ويحق للجنة أن تضع أشكالًا مختلفة للتصديق على شركات مستشاري الاستثمار متضمنة الغرامات وتكون ملزمة أمام المحاكم .

#### سادساً : قانون حماية المستثمر لسنة ١٩٧٠ :

على الرغم من أن كل القوانين المنظمة لسوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية تعمل على حماية المستثمر ، فقد اصدر المشرع في الولايات المتحدة الأمريكية قانونًا خاص يهدف لحماية المستثمر . وتم إنشاء مؤسسة حماية المستثمر . وتهدف المؤسسة إلى تأمين حسابات المتعاملين في الأوراق المالية لدى السمسرة .

وتكون مكاتب السمسرة ملتزمة بعضوية المؤسسة . وتدفع أقساطًا سنوية من ربحها . وتقوم المؤسسة باستخدام حصيلة العضوية في تعويض العملاء عن خسائرهم بسبب إفلاس مكاتب السمسرة ، ويغطي التأمين حسابات العملاء في حدود ٥٠٠ ألف دولار . وأيضاً تمارس لجنة الأوراق المالية والبورصة رقابة على القواعد وتنظيمات المؤسسة .

ويؤدي ذلك القانون إلى تشجيع الأفراد إلى التعامل مع مكاتب السمسرة دون خوف من نوعية المكاتب أو حجمها المالي ، وهذا ما يشجع على المزيد من التعامل في الأوراق المالية وانتعاش البورصة .

## ثانياً : الإطار التنظيمي لسوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية

يستند تنظيم سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية إلى كل من القوانين الفيدرالية وقوانين الولايات . وتعمل لجنة الأوراق المالية والبورصة ( SEC ) على أحكام الرقابة على التعاملات في البورصة سواء المنظمة أو غير المنظمة . (١) والمقر الرئيسي للجنة في واشنطن . ولها فروع في كل الولايات .

وتقوم اللجنة بعقد اجتماع سنوي مفتوح أمام العامة وأعضاء الإعلام والصحف لمناقشة القضايا المثارة حول البورصة . وتضم لجنة الأوراق المالية والبورصة أقساماً مختلفة تساعد على أداء مهامها مثل التحليل الاقتصادي ، وإدارة التشريعات ، وإدارة المعلومات ، وتكنولوجيا المعلومات ، وإدارة التقييم والبحوث . وتضطلع اللجنة بتطبيق القوانين المختلفة الحاكمة للسوق، ويعد العنصر الحاسم في الرقابة على السوق هو عملية التسجيل سواء للأوراق المالية أو الشركات أو مكاتب السمسرة . حيث إن تطبيق شروط التسجيل يضمن إلى حد كبير رفع كفاءة السوق إلى جانب متابعة الممارسات العملية في السوق . وذلك من أجل منع أي تكليس أو انتهاك للقواعد المنظمة للسوق .

ويوجد بلجنة الأوراق المالية مكتب للفحص والإذعان ( OCIE ) يقوم بمتابعة شركات الاستثمار والسمسرة وشركات التسوية ومستشاري الاستثمار . ويضع المكتب برنامجاً لفحص مدى احترام القانون . وكذلك يقوم المكتب بتقييم أداء واحترام النظم في البورصات المختلفة داخل الولايات المتحدة الأمريكية مثل بورصة نيويورك ، وبورصة أريزونا ، وبورصة بوسطن ، وبورصة شيكاغو ، . ويقوم مكتب الفحص بإرسال خطاب إلى أي جهة توجد بها مشكلة خلال ٩٠ يوماً من تاريخ الفحص توضح به المشاكل وكيفية حلها أيضاً ومن ناحية أخرى ، تضم السوق في الولايات المتحدة الأمريكية مكتباً للشئون الخارجية ( OIC ) يضطلع بمهام المفاوضات والترتيبات مع العالم الخارجي ، وذلك من أجل التعاون وتوفير المعلومات أمام المؤسسات والمستثمرين الأجانب . كما يقوم بالتصدي للقضايا ذات الطابع الدولي . ويوفر المكتب خدمات الحصول على المعلومات عن كيفية التوسع في الأسواق الخارجية . كما يقدم المعونات إلى الأسواق الناشئة في الدول النامية .

(1) William, F. Sharpe and Gordon, J. Alexander, Investments, Prentice- Hall International Inc, London, 1990. p 62

ويعهد إلى مكتب التحليل الاقتصادي التعامل مع القضايا الاقتصادية التي تؤثر على البورصة .و يقوم المكتب بتحليل تأثير الأحداث الاقتصادية والإجراءات على البورصة ، كما يقوم بدراسات مستقبلية حول التوقعات والخطط طويلة الأجل ، كما يحلل المكتب البيانات لتظهر في صورة معلومات ومؤشرات ذات دلالة .(١) ويلتزم المكتب بنشر تقاريره والأبحاث التي يعدها .

ومن أهم معالم التطوير والاهتمام في السوق الأمريكية قيام لجنة الأوراق المالية والبورصة بإنشاء مكتب لتعليم ومساعدة المستثمرين . حيث يقوم المكتب بتوضيح المشاكل أمام الأفراد وتعريفهم بخطوات الاستثمار في البورصة . إلى جانب مساعدة المتخصصين في الإجابة على الأسئلة وتحليل المشاكل . وعادة ما يرسل المكتب صورة من الشكوى أو التساؤل إلى مكاتب السمسرة أو شركات الاستثمار . مما يساعد في سرعة الاستجابة والعلاج .

كما يعد أحد الجوانب المهمة لتنظيم السوق في الولايات المتحدة الأمريكية وجود مكتب خاص بخدمة المعلومات يقوم بتجميع كل المعلومات في ملفات وتبويبها . ويضع برامج لإدارة وظهر هذه المعلومات ، وتقدم المعلومات بصورة يومية وكذلك في صورة تقارير ربع سنوية وسنوية تتاح في غرفة للإطلاع العام أمام جميع الأفراد في عدة ولايات داخل الولايات المتحدة الأمريكية . ومنذ ٦ مايو عام ١٩٩٦ أصبحت كل هذه المعلومات والتقارير موجودة على الإنترنت .

ومن ناحية أخرى تضم عضوية البورصة خمسة أنواع من الأعضاء هم :

- ١- السماسرة الوكلاء .
- ٢- سماسرة الصالة .
- ٣- تجار الصالة .
- ٤- المتخصصون .
- ٥- تجار الطلبات الصغيرة .

### ١. السماسرة الوكلاء .

يعمل السماسر الوكيل في البورصة كوكيل لمكاتب السمسرة . كما يمكن أن يعمل لحسابه الخاص ، ويظل الوكيل في حاجة إلى مكاتب السماسرة نظراً لارتفاع تعاملات مكاتب السماسرة حيث إن مكاتب السمسرة تقدم خدمات عديدة ومتنوعة من أهمها : (١)

أ. توفير المعلومات : تقدم معظم مكاتب السمسرة في الولايات المتحدة الأمريكية تقارير توفر فيها كل المعلومات أمام المستثمر لكي يستطيع أن يتخذ قراره بناء على المعلومات .

ب. الإرشاد : تقدم المكاتب المعونة لعملائها في اتخاذ القرار الاستثماري الرشيد ، وقد يقوم المكتب بإدارة محفظة العميل واتخاذ القرارات نيابة عنه .

ج. التسهيلات الائتمانية : تقوم المكاتب بتوفير خدمة الإقراض للعملاء في حالة الشراء من خلال تسهيلات وهو ما يطلق عليه التمويل النقدي الجزئي ، والبيع على المكشوف .

د. خدمة الاتجار : توفر مكاتب السمسرة خدمة البيع والشراء أيضاً في سوق السلع . وبذلك يستطيع العميل الاستثمار سواء في الأوراق المالية أو في السلع من خلال مكتب واحد .

-الحفظ : تقوم مكاتب السمسرة بتوفير خزائن لحفظ الأوراق المالية للعملاء . ومن ثم لا يحتاج العميل إلى نقل الأوراق كل مرة يقوم فيها بالشراء أو البيع . كما يترتب على ذلك قيام المكتب بتحصيل العائد في تاريخ الاستحقاق .

والجدير بالملاحظة أن السماسر الذي يقدم خدمة الشراء والبيع فقط للعملاء والحصول على العمولة . ولا يقوم بتقديم الخدمات العديدة التي يجب أن يقدمها مكتب السمسرة يطلق عليه في الولايات المتحدة الأمريكية سمسار الخصم .

### ٢ سماسرة الصالة :

يقدم سماسرة الصالة الخدمة لأي شخص يطلب الخدمة . وعلى ذلك يقوم بدفع رسوم العضوية من أمواله الخاصة كما تلجأ أحياناً مكاتب السمسرة لهم لتأدية الخدمة في حالة وجود تعاملات واسعة وعدم قدرة السماسرة الوكلاء على تغطيتها .



**٣- تجار الصالة :**

يعمل تجار الصالة لحسابهم الخاص فقط من أجل تحقيق ربح ، ولا يستطيعون تنفيذ عمليات لحساب شخص آخر .

**٤- المتخصصون :**

يجمع المتخصصون بين نشاط السمسار ونشاط الاتجار . حيث إنه ينفذ عمليات لصالح سمسرة مقابل عمولة ، كما أنه يتعامل لحسابه الخاص . ولكنه يتخصص في التعامل في ورقة مالية معينة أو مجموعة محددة من الأوراق . ولا يجوز أن يتعامل في الورقة الواحدة أكثر من متخصص واحد .

ويلتزم المتخصص وفقاً لشروط تسجيله وممارسته للنشاط بتحقيق التوازن في السوق بمعنى الحفاظ على هامش ربح صغير . ومن ثم يتدخل المتخصص في السوق بزيادة العرض أو الطلب أو العكس للحفاظ على التوازن بين العرض والطلب حتى لا تتفجر الأسعار بهامش كبير .

**٥- تجار الطلبات الصغيرة :**

يقوم تجار الطلبات الصغيرة بشراء الأوراق المالية وتوفيرها للمشتريين بكميات صغيرة . ويحصلون على فرق السعر بين الشراء والبيع .

### ثالثاً تطور كفاءة سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية :

أثبتت معظم الدراسات أن سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية من أكفأ البورصات في العالم، إلى جانب بورصة اليابان والمملكة المتحدة . وذلك لأن سعر السهم يعكس جميع المعلومات المتاحة وفقاً لتعريف مفهوم كفاءة السوق . غير أن الحكم على كفاءة السوق لا يعني دراسة كفاءة التسعير فقط، وإنما يتطلب دراسة عدة مؤشرات لتحديد مدى كفاءة السوق . ومدى نمو تطور السوق . وقد أوضحت الدراسات الحديثة وجود مجموعة من المؤشرات لابد من دراستها مجتمعة لتحديد مدى تطور كفاءة السوق . وتتركز هذه المؤشرات في الآتي :

- ١- دراسة حجم السوق .
- ٢- دراسة سيولة السوق .
- ٣- دراسة درجة الثقل .
- ٤- دراسة كفاءة تسعير الأصول .
- ٥- تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي .

#### ١-دراسة حجم السوق :

يقاس حجم السوق من خلال قياس مؤشرين هما :

##### أ- معدل رأس المال السوقي:

يؤدي ارتفاع رأس المال السوقي إلى أنوار إيجابية على النشاط الاقتصادي بالبورصة، وبالتالي اتساع القاعدة الاستثمارية لأن ارتفاع رأس المال السوقي يعني زيادة تعبئة الموارد وتنويع المخاطر . ويقاس المؤشر من خلال قيمة الأسهم المسجلة إلى الناتج المحلي الإجمالي ، ويوضح جدول (١) مدى تطور المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية .

## جدول (١)

مؤشر معدل رأس المال السوقي في

مليار دولار

الولايات المتحدة الأمريكية

معدل نمو رأس المال السوقي %	مؤشر رأس المال/الناتج المحلي الإجمالي %	الناتج المحلي الإجمالي	رأس المال السوقي	
-	٥٣,٣	٥٧٤٣,٨	٣.٥٩,٤	١٩٩٠
٣٣,٦	٦٩,١	٥٩١٦,٧	٤.٠٨٧,٧	١٩٩١
٩,٨	٧١,٨	٦٢٤٤,٤	٤٤٨٥,٠	١٩٩٢
١٤,٥	٧٨,٤	٦٥٥٣,٠	٥١٣٦,٢	١٩٩٣
٢,٤-	٧٣,١	٦٩٣٥,٧	٥.٠٦٧,٠	١٩٩٤
٣٥,٣	٩٤,٤	٧٢٦٥,٤	٦٨٥٧,٦	١٩٩٥
٢٣,٧	١١١,١	٧٦٣٦,٠	٨٤٨٤,٤	١٩٩٦
٣٣,٣	١٣٩,٩	٨.٠٨٣,٤	١١٣.٠٨,٨	١٩٩٧
١٨,٩	١٥٨,٢	٨٥١٠,٧	١٣٤.٥١,٤	١٩٩٨

Source, IFC, Emerging Stock Markets Factbook, Washington, 1998,p.17

ويوضح تطور مؤشر معدل رأس المال السوقي في جدول (١) ارتفاعه من ٥٣,٣% في عام ١٩٩٠ إلى نحو ١٥٨,٢% في عام ١٩٩٨ وهو معدل مرتفع بكل المقاييس لأن رأس المال السوقي أصبح يفوق الناتج المحلي الإجمالي ، ويعني ارتفاع نسبة رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي ارتفاع قيمة الأسهم في البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية، فضلاً عن زيادة الإصدارات الجديدة . ويعكس ذلك في كلتا الحالتين زيادة قدرة البورصة على تعبئة المدخرات وبالتالي زيادة الاستثمارات ، ويعد هذا مؤشراً على كفاءة البورصة، حيث تتراوح نسبة هذا المؤشر في فرنسا ٨٤,٤% ، وفي ألمانيا ٣٩,٤% ، وفي بلجيكا ٥٦,٥% (١). مما يشير إلى ارتفاع هذا المؤشر في الولايات المتحدة الأمريكية واحتلالها للمرتبة الأولى في العالم من ناحية رأس المال السوقي .

ومن ناحية أخرى يوضح تطور معدل نمو رأس المال السوقي مدى سرعة تطور البورصة من ناحية ، واتجاه التطور من ناحية أخرى ، ويعكس معدل النمو لرأس المال السوقي في الولايات المتحدة الأمريكية اتجاه طرديا نحو التزايد بمعدل مرتفع ليدل على سرعة وإيجابية تطور البورصة .

#### ب- مؤشر عدد الشركات المسجلة :

يعكس عدد الشركات المسجلة في البورصة مدى اتساع حجم السوق . وكما يوضح جدول (٢) تتميز الولايات المتحدة الأمريكية بارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة والتي وصلت في عام ١٩٩٨ إلى ٨٤٥٠ شركة مقابل ٦٥٩٩ شركة في عام ١٩٩٠ .

#### جدول (٢)

#### مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة الأمريكية

معدل نمو عدد الشركات %	متوسط حجم الشركة (مليون دولار)	عدد الشركات	
-	٤٦٣,٦	٦٥٩٩	١٩٩٠
٢,٢	٦٠٦,٣	٦٧٤٢	١٩٩١
٠,٧	٦٦٩,٥	٦٦٩٩	١٩٩٢
٨,٢	٧٠٨,٨	٧٢٤٦	١٩٩٣
٦,٢	٦٥٨,٧	٧٦٩٢	١٩٩٤
٠,٣	٨٩٣,٩	٧٦٧١	١٩٩٥
١٠,٥	١٠٠٠,٦	٨٤٧٩	١٩٩٦
٤,٤	١٢٧٧,٧	٨٨٥١	١٩٩٧
٤,٦	١٥٩١,٩	٨٤٥٠	١٩٩٨

Source, IFC, Emerging Stock Markets Factbook, Washington, 1998,p.23

وتحتل الولايات المتحدة الأمريكية المرتبة الأولى في العالم من حيث عدد الشركات المسجلة في البورصة ويليها الهند ، ويدل ارتفاع عدد الشركات على اتساع حجم السوق وبالتالي كبر حجم الاستثمارات . ويقترن ذلك بارتفاع متوسط رأس مال الشركة الذي يسجل ٦٦٣,٦ مليون دولار في عام ١٩٩٠ ويرتفع متوسط حجم الشركة في عام ١٩٩٨ إلى ٩١١,٩ مليون دولار ، ليعكس ارتفاع استثمارات الشركة وبالتالي اتساع قدرتها على تحقيق الكفاءة الاقتصادية .

ويشير معدل نمو الشركات في الولايات المتحدة إلى زيادة نمو حجم الشركات في معظم السنوات في الفترة من ٩٠-١٩٩٨ . وهذا مؤشر إيجابي على زيادة الاستثمارات . كما يدل المعدل السلبي على خروج الشركات التي لا تتمتع بالكفاءة من السوق . وهي سمة أساسية في اقتصاديات السوق . والجدير بالملاحظة أن عدد الشركات المسجلة في المملكة المتحدة ٢٠٤٦ شركة ، وفي فرنسا ١٦٨٣ شركة ، وفي ألمانيا ٧٠٠ شركة (١) مما يشير إلى مدى ضخامة عدد الشركات وكذلك حجمها في الولايات المتحدة الأمريكية .

## ٢-دراسة سيولة السوق:

تعني سيولة السوق القدرة على الشراء والبيع بسهولة . وتعد السيولة لسوق رأس المال إحدى السمات الرئيسية لكفاءة السوق ، لأن سيولة السوق تشجع على الاستثمار في السوق ، فضلاً عن تحسين تخصيص رأس المال في ضوء الفرص المتاحة مما يعضد من النمو الاقتصادي، وتقاس السيولة في السوق من خلال مؤشرين هما :

- أ- قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي .
- ب- قيمة التداول / رأس المال السوقي .

يسجل مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي ارتفاعاً في البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية من ٣,٥% عام ٩٠ إلى ١٥,٤% عام ١٩٩٨ في حين يسجل المؤشر نحو ٦٤,٤% في المملكة المتحدة ، ٤٩,٢% في ألمانيا ، ٢٩,١% في فرنسا . مما يشير بوضوح إلى ارتفاع السيولة في السوق الأمريكية بالمقارنة بالدول المتقدمة الأخرى . ويعني ذلك إمكانية الدخول والخروج من السوق بسهولة وكذلك انخفاض تكلفة المعاملات .

## جدول (٣)

مؤشر السيولة في الولايات المتحدة الأمريكية %

قيمة التداول (مليار دولار)	قيمة التداول/الناتج المحلي الإجمالي	قيمة التداول/رأس المال السوقي	معدل نمو قيمة التداول
١٧٥١	٣٠,٥	٥٧,٢	
٢١٨٤	٣٦,٩	٥٣,٤	٢٤,٧
٢٠٨٢	٣٣,٣	٤٦,٤	٤,٧
٣٣٥٥	٥١,٢	٦٥,٣	٦١,١
٣٥٦٤	٥١,٤	٧٠,٣	٦,٢
٥١٠٨	٧٠,٣	٧٤,٥	٤٣,٤
٧١٢١	٩٣,٣	٨٣,٩	٣٩,٤
١٠٢١٦	١٢٦,٤	٩٠,٣	٤٣,٥
١٣١٤٨	١٥٤,٥	٩٧,٧	٢٨,٧

Source, IFC, Emerging Stock Markets Factbook, Washington, 1998, p.21

وكذلك يوضح مؤشر قيمة التداول إلى رأس المال السوقي في جدول (٣) ارتفاعه من ٥٧,٢% عام ٩٠ إلى ٩٧,٧% عام ١٩٩٨. ويعكس ذلك ارتفاع السيولة في البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية. حيث يصل هذا المؤشر في المملكة المتحدة إلى ٣٦,٨ فقط. وفي ألمانيا يسجل ١٢٣,٢% (١) ويعكس مؤشر قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي نسبة القيمة المتداولة إلى الاقتصاد ككل، بينما يعكس مؤشر قيمة التداول إلى رأس المال القيمة المتداولة إلى السوق.

ومن ناحية أخرى، يوضح ارتفاع معدل نمو قيمة التداول إلى سرعة نمو سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية حيث تراوح معدل النمو خلال الفترة ٩٠-٩٨ ما بين ٦,٢% - ٤٣,٥% وهو معدل نمو مرتفع يدل على زيادة نشاط السوق واتجاه الصعود.

### ثالثاً: دراسة درجة التقلب: VOLATILITY

يشير مؤشر درجة التقلب إلى مدى التذبذبات في السوق ويقاس من خلال تقدير الانحراف المعياري للعائد في السوق خلال فترة عام ، وترتفع كفاءة السوق مع انخفاض درجة التقلب . وتقدير التذبذب في البورصة في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة من ١٩٩٨-٩٢ يبلغ ٣,١ مقابل ٠,٣ خلال الفترة ١٩٩٢-٨٦ . وتعد درجة التقلب منخفضة في البورصة بالولايات المتحدة الأمريكية حيث تبلغ درجة التقلب في البورصات الأوروبية خلال نفس الفترة ١٩٩٨-٩٢ نحو ٤,٠٤ وتصل في بعض الدول مثل تركيا إلى ١٧,٦ .

ويؤدي انخفاض درجة التقلب إلى ثقة المستثمرين في البورصة مما يؤدي إلى زيادة الإقبال على الاستثمار في الأوراق المالية . حيث يعد انخفاض درجة التذبذب أحد المقومات الأساسية لتطور كفاءة سوق رأس المال .

### رابعاً : دراسة كفاءة التسعير :

تعني كفاءة التسعير أن تعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المتاحة المؤثرة على مستقبل المنشأة المصدرة للورقة . ويجب أن تنسم توافر المعلومات بالسرعة والدقة والتكلفة الزهيدة . ويتعكس الكفاءة على التخصيص الكفء للموارد . بحيث يزداد الطلب على الأوراق المالية للمنشآت التي لها مستقبل اقتصادي متميز . وكما وضح من دراسة الإطار التشريعي والتنظيمي للولايات المتحدة الأمريكية ، فإن قانون الأوراق المالية لسنة ١٩٣٣ يضع ضمن شروط تسجيل المنشأة شرط توفير كل المعلومات عن نشاطها . وتتوافر هذه المعلومات أمام العامة دون تكلفة . كما يعاقب القانون المستثمر الذي ينشر معلومات مضللة بعقوبات صارمة تحد من نشر معلومات غير حقيقية .

وكذلك وضع قانون الأوراق المالية والبورصة لسنة ١٩٣٤ شروطاً محددة لتوفير المعلومات بحياد ودون تشوهات وألزم لجنة الأوراق المالية والبورصة بالإشراف على نشر التقارير التي تتضمن الحقائق والتحليلات اللازمة .

كما يضم الإطار التنظيمي للجنة الأوراق المالية والبورصة مكتب التحليل الاقتصادي مهمته الرئيسية هي تحليل السياسات الاقتصادية والأحداث وأثرها على البورصة . كما يقدم دراسات مستقبلية . ويلتزم المكتب بنشر هذه التحليلات والأبحاث .

وبهذا تتسم السوق في الولايات المتحدة الأمريكية بتوافر عدد كبير وهائل من مصادر المعلومات والتحليلات يمكن حصرها في الآتي:

### ١- الصحف المالية :

تتميز الصحف بسهولة الوصول إليها وانخفاض ثمنها فضلا عن تنوع التوقيت الذي تصدر فيه . حيث يصدر بعضها بصورة يومية ، والبعض الآخر أسبوعي وشهري . مما يجعل المعلومات متاحة في كل وقت وبتكلفة زهيدة

ومن أبرز الصحف اليومية المشهورة بتوفير المعلومات المالية في الولايات المتحدة الأمريكية صحيفة وول ستريت وهي صحيفة يومية تغطي الأخبار المالية والتجارية على المستويين القومي والعالمي . وتهتم الصحيفة بنشر معلومات عن المنشآت العاملة في سوق الأوراق المالية ، وتحليلات عن المستقبل إلى جانب الأسعار اليومية . (١)

وكذلك يتوافر في السوق صحف أخرى عديدة تهتم بشؤون المال مثل البارون التي تصدر من داو جونز بصورة أسبوعية وتهتم بنشر مقالات تفصيلية عن الأنشطة القطاعية بصفة عامة ، وبعض المنشآت بصفة خاصة . وكذلك M/G الأسبوعية المالية التي تحتوي على تفاصيل عن المعلومات عن السعر ، والحصيلة ، والعائد ، والتوزيعات لنحو ٣٤٠٠ ورقة مالية مقسمة وفقا للنشاط الصناعي . (٢)

### ٢- المجلات:

هناك العديد من المجلات المالية المتخصصة التي توفر معلومات وتحليلات عديدة للمستثمر ، ومن أبرز المجلات فوربيز "Forbes" التي تضم مقالات عن منشآت عديدة . وبعض الأنشطة . كما تضم المجلة مؤشرا عن النشاط الاقتصادي الأمريكي متضمنا الناتج الصناعي والأوامر الجديدة ، وتراخيص البناء ، ومبيعات التجزئة . ويهتم العدد الأول من المجلة في يناير من كل عام بدراسة أكبر ألف منشأة في السوق

(1) Charles, P Jones Investment Analysis and management, op.cit, p.108

(2) Charles P Jones Investment Analysis and management, op cit. p.109



الأمريكية من ناحية الربحية والنمو وأداء السهم خلال فترة خمس سنوات . كما تقيم المجلة أيضا أداء صناديق الاستثمار .

كما يوجد مجلة فورتن التي تصدر مرة كل أسبوعين ، وتضم مقالات عن الأنشطة القطاعية واتجاهاتها إلى جانب الإدارة المتوقعة للمنشآت .

### ٣-تقارير المؤسسات :

من أهم المصادر للمعلومات في السوق الأمريكية التقارير التي تصدرها المنشآت العاملة في البورصة بصفة دورية سنوياً . ويتضمن التقرير التطورات المالية والأنشطة والمشاكل والتوقعات . كما يتضمن التقرير الميزانية والقوائم المالية الأخرى مثل قائمة الدخل عن العام المنصرف . وتساعد المعلومات المنشورة في هذه التقارير المستثمر على اتخاذ قراراته في المستقبل .

### ٤-مؤسسات السمسرة :

يحق للمستثمر الحصول على معلومات سواء مكتوبة أو شفوية من قبل مكاتب السمسرة . وعادة يضم مكتب السمسار إدارة للبحوث توفر الدراسات والتقارير لكل المستثمرين . كما يوفر الباحثون بإدارة البحوث من الاقتصاديين في بيوت السمسرة النصائح والإرشاد بخصوص البيع والشراء للأوراق المالية .

وتقدم كل مكاتب السمسرة تقريراً للمستثمر يضم معلومات عن الاقتصاد والأسهم والسندات والمشتقات والصناعة ومنشآت محددة ، والجدير بالذكر أن هذه الخدمات تقدم بدون أي تكلفة على المستثمر . وتعد تكلفة توفير المعلومات أحد بنود العمولة ضمناً التي يتقاضاه السمسار من العميل . وبذلك فإن السمسار في الولايات المتحدة الأمريكية يعد مصدراً لكل من المعلومات والاقتراحات .

### ٥-خدمات معلومات المستثمر :

هناك حجم هائل من المعلومات المتاحة يتم توفيره من خلال شركات متخصصة في توفير المعلومات والنصح للمستثمر . ويمكن للمستثمر الاطلاع على تقارير هؤلاء

المتخصصين دون تكلفة في المكتبات أو في مقر المؤسسات . ومن أشهر هذه المؤسسات ستاندرد أند بور ومودي لخدمات المستثمرين .

وتصدر هذه المؤسسات مطبوعات عديدة ومتنوعة عن كل جوانب السوق . كما يمكن للمستثمر الاستفسار عن بعض القضايا الخاصة بالاستثمار . وعلى سبيل المثال تصدر ستاندرد أند بور سجل منشآت الأعمال الذي يقسم المنشآت وفقاً للحروف الأبجدية ويتضمن السجل كل المعلومات عن المنشآت ويتم تحديثها يومياً . كما تصدر المؤسسة أيضاً كتاباً إحصائياً يضم الإحصائيات الجارية الخاصة بالنتاج الاقتصادي والاستهلاكي لكل صناعة . وبيانات الأسعار . وتغطي مطبوعاته السوقين المنظمة وغير المنظمة .

#### ٦- تقارير مستشاري الاستثمار :

يوفر مستشارو الاستثمار تقارير عديدة لنصح المستثمر في اتخاذ قراره الاستثماري . تتضمن التقارير العديد من التحليلات و الاقتراحات ، وقد يتخصص مستشار الاستثمار في أصول معينة أو منطقة معينة مثل الإصدارات الجديدة . وعادة تقدم التقارير من مستشاري الاستثمار بصورة مبسطة ليفهمها المستثمر البسيط .

#### ٧- تقارير مسح مستوى قيمة الاستثمار The value line investment survey

تغطي مطبوعات مؤسسة مسح مستوى قيمة الاستثمار نحو ١٧٠٠ سهم بما فيها السوق غير المنظمة (١) . مقسمة على ٩٠ صناعة . ويتم تقييم السهم على أساس أربع متغيرات هي : المخاطر ، والأداء المتوقع للسهم خلال فترة عام مقبل ، الأرباح المتوقعة ، والتوزيعات المتوقعة ، وبناء على هذه المتغيرات يتم ترتيب الأسهم .

وتقترح المؤسسة على المستثمر الاختيار من بين أول ٤٠٠ سهم في القائمة ، وتستند القائمة إلى نموذج إلكتروني على الحاسب الآلي يعدل كل فترة . كما تهتم المؤسسة بنشر تقارير عن المشتقات فضلاً عن مقالات متنوعة في مجالات الاستثمار التي تهتم بها المستثمر .

#### ٨- مطبوعات الحكومة :

توفر الحكومة الفيدرالية ووكالاتها المختلفة المعلومات عن أحوال الاقتصاد ، والصناعة والمنشآت ، وتقدم هذه المعلومات بدون أي تكلفة أو رسوم منخفضة للغاية . ومن أهم التقارير هو التقرير الاقتصادي للرئيس والذي يرسل إلى الكونجرس . ويتضمن هذا التقرير أكثر من ٢٠٠ صفحة عن السياسة النقدية ، والتضخم ، والضرائب ، والاقتصاد الدولي ، كما يتضمن توقعات عن المستقبل . (١)

كما يصدر بنك الاحتياطي الفيدرالي تقرير شهريا يغطي السياسات النقدية ومؤشرات الناتج القومي ، والعمالة ، والبنوك . كما تقوم لجنة الأوراق المالية والبورصة بتجميع التقارير المالية التي تلتزم المنشآت بتقديمها للجنة ونشرها في ملف كامل ، وخلاصة الأمر أن هناك تقارير تصدر من الحكومة تغطي كل الموضوعات والقضايا وتتسم أيضا بوجود تقارير شهرية وربع سنوية وسنوية لتغطي كل أيام العام .

#### ٩- المجلات الأكاديمية:

تصدر الجامعات والمؤسسات العلمية العديد من المجلات المتخصصة في أسواق رأس المال . وتتضمن تحليلات ونماذج قياسية عميقة تدرس السوق وتضع التوصيات لتحسين كفاءة السوق . غير أن لجوء المستثمر إلى هذه المجلات يكون ضئيلا نظرا لصعوبة فهمها أو عدم اهتمامها بها . ولكن هذه المجلات توفر لصانعي السياسة معلومات مهمة وتوصيات يستند إليها عند اتخاذ القرارات .

#### ١٠- المعلومات من الإنترنت :

توفر لجنة الأوراق المالية والبورصة وغيرها من المؤسسات الحكومية والمؤسسات الخاصة موقعا على الإنترنت مقسما إلى عدة أقسام به كل المعلومات المتوافرة عن سوق الأوراق المالية . وغالبا ما يتاح طبعه أو حفظه في ملف على أجهزة الكمبيوتر الشخصية .

وتوفر هذه المعلومات ميزة مهمة للمستثمر لأنه يستطيع الدخول إلى مواقع عديدة ومقارنة التحليلات المختلفة من مكتبة أو منزله مما يوفر له الوقت والجهد ويشجعه بالتالي على الاستثمار . ونظرا لأن تكلفة الإنترنت في الولايات المتحدة الأمريكية

(1) Charles P. Jones, Investment Analysis and management, op.cit, p.122.

منخفضة للغاية ، فإن الحصول على المعلومات من الإنترنت تكون أفضل من الذهاب إلى المؤسسات خاصة ان الإنترنت متاح لمدة ٢٤ ساعة في اليوم .

وبناء على ما سبق ، يتضح أن هناك كما هائلا من المعلومات يتوافر في سوق الأوراق المالية أمام المستثمر في الولايات المتحدة الأمريكية . ومن ثم فقد أثبتت دراسات عديدة ارتفاع كفاءة السوق الأمريكية على أيدي Fama & Blume في ١٩٦٦ ، Benington & Jensen في ١٩٧٠ . وكذلك في دراسة حديثة صادرة من صندوق النقد الدولي قام بها Lili, & Zulu F. Hu في ١٩٩٨ . حيث قاموا بإجراء تحليل انحدار للعلاقة بين نشر المعلومات الاقتصادية متمثلة في التضخم والبطالة ، وسعر الخصم ، وعرض النقود ، والمبيعات ، والنااتج الصناعي ، والميزان التجاري ، والودائع .

وقد تم تقسيم المؤشرات إلى مؤشرات سلبية ومؤشرات إيجابية ، وتم إجراء تحليل الانحدار خلال الفترة ١٩٨٠-١٩٩٦ . وذلك على بيانات يومية لأربعة أنواع من المؤشرات هي . (١)

١- مؤشر داوجونز الصناعي الذي يشمل أكبر ٣٠ منشأة صناعية .

٢- ستاندر أندبور ٥٠٠ الذي يضم أكبر ٥٠٠ منشأة في السوق .

٣- Russell ١٠٠٠ الذي يضم أكبر ١٠٠٠ منشأة في السوق .

٤- Russell ٢٠٠٠ الذي يضم اصغر ٢٠٠٠ منشأة في السوق .

وقد اتضح من خلال تحليل الانحدار إنه توجد علاقة قوية بين الإعلان عن المؤشرات الاقتصادية وحركة الأسعار ، حيث انتهت النتائج إلى أن معامل التحديد سلبي وجوهري لأثر عرض النقود وتغيرات سعر الخصم ، كما أشارت النتائج إلى الأثر السلبي للتضخم على أسعار الأسهم ، والأثر الإيجابي لتحسن الميزان على دفع مؤشرات الأسعار للارتفاع . ويعكس ذلك أن سعر السهم يعكس كل المعلومات المتاحة وهو ما يعني أن سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية تعد سوقا كفا وبالتالي تستطيع أن تقوم بالتوجيه الأمثل للموارد مما يدفع بالنمو الاقتصادي .

(1) Lili & Zulu F. Hu, Responses of the Stock Market to Macroeconomic Announcements Across Economic States, IMF, Working Paper No 98/79, Washington. May 1998 .

### خامساً : الهيكل المؤسسي والتنظيمي :

من أهم محددات تطور كفاءة سوق رأس المال وجود هيكل مؤسسي وتنظيمي يساعد على زيادة الاستثمارات وتحقيق الكفاءة للسوق ، ومن الواضح من العرض السابق للإطار التشريعي والتنظيمي للسوق في الولايات المتحدة الأمريكية أنه يوجد إطار تنظيمي يعضد من الكفاءة ويمكن توضيحه من خلال المؤشرات التالية التي تعدها مؤسسة التمويل الدولية .

#### ١-مدى نشر المعلومات :

من أهم محددات كفاءة الهيكل التنظيمي والمؤسسي هو مدى توافر نشر المعلومات في السوق . وبالمطبع تعد الولايات المتحدة الأمريكية من أوائل الدول التي يتوافر بسوقها الشفافية والمعلومات .

#### ٢-المعايير المحاسبية :

تقيم الدول وفقاً لمدى قبولها النظام المحاسبي الدولي . وتطبق الولايات المتحدة الأمريكية النظام المحاسبي الدولي في كل ولاياتها .

#### ٣-قوانين حماية المستثمر :

يوجد بالولايات المتحدة الأمريكية قانون خاص لحماية المستثمر ، إلى جانب أن قانون الأوراق المالية يتضمن العديد من البنود التي تهدف إلى حماية المستثمر .

#### ٤-العوائق على الاستثمار وتحويل رأس المال :

يعد السوق كفاءة عندما لا توجد عوائق على الاستثمار ودخول وخروج رأس المال . وتعد الولايات المتحدة الأمريكية من أكثر الدول حرية في هذا المجال .

#### ٥-المخاطر :

يعد انخفاض المخاطر أحد المؤشرات المهمة على كفاءة السوق . وتحصل الولايات المتحدة الأمريكية على ٨٣,٥ درجة وفقاً لمؤشر الخطر المركب الوارد في الدليل الدولي لمخاطر الدول . ويلاحظ ان ارتفاع الدرجة يعني انخفاض المخاطر والعكس صحيح . (١)

(١) البنك الدولي، مؤشرات التنمية في العالم، مرجع سابق، ص ٢٧٨.

## المبحث الثانى

### تطور كفاءة سوق رأس المال

فى

### جمهورية مصر العربية

## مقدمة:

يناقش هذا المبحث مدى تطور سوق رأس المال في جمهورية مصر العربية . وذلك بالاستناد إلى مقارنته بسوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية من أجل الاستفادة من مقومات الكفاءة التي تتميز بها السوق في الولايات المتحدة الأمريكية . ومن ناحية أخرى يتم تقييم كفاءة سوق رأس المال في ج.م.ع باستخدام نفس النموذج والمؤشرات التي تم بها تقييم سوق رأس المال في الولايات المتحدة الأمريكية مع الأخذ في الاعتبار عند التحليل أن السوق المصرية لا تزال سوقاً ناشئة . إلى جانب استخدام تحليل الانحدار للوصول إلى استجابة مؤشر السوق لأهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر في حركة الأسعار في سوق الأوراق المالية .

وينقسم المبحث إلى الموضوعات الآتية :

أولاً : الإطار التشريعي .

ثانياً : الإطار التنظيمي .

ثالثاً: تطور كفاءة سوق رأس المال .

## أولاً الإطار التشريعي

تعتبر سوق الأوراق المالية في مصر من أقدم الأسواق المالية في العالم . حيث إنشئت بورصة الإسكندرية في عام ١٨٨٣ ، وتأسست بورصة القاهرة للأوراق المالية ١٨٩٨ . (١) وكانت تعتبر أول سوق للأوراق المالية في منطقة الشرق الأوسط ، ودخلت ضمن أشهر عشر بورصات في العالم .

غير أن الاتجاه نحو الاشتراكية في بداية الستينات وما تضمنه من قرارات التأميم والاعتماد على القطاع العام أدت إلى القضاء على وجود سوق الأوراق المالية في الواقع العملي . وكذلك من الناحية العلمية ، أصبحت مقررات تدريس العلوم الاقتصادية والمالية في الجامعات المصرية خالية من أي موضوع يتعلق بسوق الأوراق المالية .

ومع التحول الاقتصادي الذي شهده الاقتصاد المصري منذ بدء تطبيق برنامج الإصلاح الاقتصادي والتوجه نحو الاعتماد على القطاع الخاص . بدأت سوق رأس المال تستعيد نشاطها لتقوم بوظائفها الحيوية في اقتصاد السوق . إلى جانب تسهيل تطبيق برنامج التخصيصية . وقد صدر القانون رقم ١٩٩٢/٩٥ لتنظيم نشاط وعمل سوق رأس المال . حيث وضع قواعد لتنظيم النشاط والمؤسسات العاملة في السوق . ومن أهم ملامح القانون واللائحة التنفيذية الآتي :

حدد القانون في المادة الأولى القيمة الاسمية للشركات التي تطرح أسهما بحيث لا تقل عن خمسة جنيهات ولا تزيد على ألف جنيه . ويمكن أن تقوم الشركة بإصدار أسهم جديدة عند زيادة رأس المال بقيمة مغايرة لقيمة الأسهم وقت الإصدارات السابقة . (٢)

(١) بنك مصر ، سوق الأوراق المالية في مصر ، العدد (١) ، أوراق بحثية ، ١٩٩٧ ، ص ١٠

(٢) الهيئة العامة لسوق المال، القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ بإصدار قانون سوق رأس المال ولائحته التنفيذية، ص ٥



## إطار

## قيمة السهم

لا شك في أن تحديد الحد الأقصى لقيمة السهم بمبلغ ١٠٠٠٠ جنيه تعبير قيمة مرتفعة بالمقارنة بمتوسط دخل الفرد في مصر، ولذلك نقترح أن يتم تخفيض الحد الأقصى بما يتناسب مع متوسط الدخل في مصر. لأن ذلك يؤدي إلى توسيع قاعدة المشاركة والملكية، وهي ميزة مهمة توفرها البورصة لاقتصاد السوق.

وقد حدد القانون في المادة ٥ شروط محددة يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب عند تأسيس الشركة وطرح الأوراق المالية في البورصة. وذلك بعد موافقة هيئة سوق المال ونشرها في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار، ومن أهم البيانات التي يجب أن تتضمنها نشرة الاكتتاب الآتي :

- أ- غرض الشركة ومدتها .
- ب- رأس مال الشركة المصدر والمدفوع .
- ج- مواصفات الأسهم المطروحة ومميزاتها وشروط طرحها .
- د- أسماء المؤسسين ومقدار مساهمة كل منهم .
- هـ - خطة الشركة ومستقبلها .
- و- أماكن الحصول على نشرة الاكتتاب المعتمدة من الهيئة .

وكذلك ألزم القانون الشركة بأن تقدم إلى هيئة سوق المال تقارير نصف سنوية عن نشاطها ونتائج أعمالها ، وأن تعد القوائم المالية للشركة طبقاً للمعايير المحاسبية الدولية . وتقوم الهيئة بفحص الوثائق ، وتبلغ الشركة بملاحظاتهما ، وإذا لم تستجب الشركة للملاحظات

تقوم الهيئة بنشر الملاحظات والتعديلات التي طلبتها على حساب الشركة . وتعد هذه كلها خطوات مهمة لتحقيق الشفافية في سوق رأس المال في مصر .

كما ألزم القانون لتوفير المعلومات أمام المستثمر أن تقوم الشركة بنشر ملخص وافى للتقارير النصف سنوية والقوائم المالية السنوية في صيفيتين يوميتين واسعتي الانتشار إجداها على الأقل باللغة العربية . ويضاف إلى ذلك التزام الشركة ومراقبي حساباتها بموافقة الهيئة بما تطلبه من بيانات ووثائق للتحقق من صحة البيانات الواردة بنشرات الاكتتاب والقوائم المالية للشركة، وحددت المادة ٦٣ عقوبة من ينشر بيانات غير صحيحة بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات وبغرامة لا تقل عن ٥٠ ألف جنيه مصري ولا تزيد على ١٠٠ ألف جنيه أو إحداها .

ولكن ألزمت المادة ٧٠ من القانون بإمكانية اطلاع كل ذي مصلحة لدى الهيئة على الوثائق والتقارير المتعلقة بالشركة مقابل مبلغ ١٠٠ جنيه عن كل وثيقة في حالة الاطلاع ومائتي جنيه عن كل صورة . وذلك بعد أن يقدم طلبا يبين فيه صفة مقدمه والغرض المراد استخدامه فيه . ويعكس ذلك مدى البيروقراطية في نشر المعلومات وتوفيرها فضلاً عن ارتفاع تكلفتها .

وفي المقابل ألزمت المادة ١٠٢ من اللائحة التنفيذية أن تقوم البورصة بإعداد البيانات التالية:

١- الأسعار المتعامل عليها .

٢- حركة التداول .

وتلتزم البورصة بإعداد نشرة شهرية ، تتضمن بيانات الأوراق المالية التي تم قيدها خلال الشهر وإجمالي حجم التداول موزعة على قطاعات الأنشطة المختلفة وقيمتها وعدد العمليات .

## إطار

## المعلومات

على الرغم من تضمن القانون مواد تشجع على نشر المعلومات مثل القانون الأمريكي، كذلك نشر تقرير يومي في الصحف إلى جانب إعداد البورصة لتقارير دورية، فإن توفير المعلومات ما يزال يواجه مشاكل عديدة من أهمها :

١- عدم التزام الشركات بنشر القوائم المالية وفقاً لنص القانون، وهو ما يستدعي وجود رقابة من هيئة سوق المال وتوقيع الجزاءات، أو قيام الهيئة بنشر القوائم على حساب الشركة .

٢- إلغاء النص الخاص بحصول المستثمر على وثائق الشركة من الهيئة مقابل دفع رسوم، لأن هدف توفير المعلومات بتكلفة زهيدة يعد جزءاً أساسياً من مهام الهيئة والبورصة .

٣- ضرورة نشر وتوفير التقارير الدورية التي تصدر من البورصة أمام كل المستثمرين دون تكلفة .

٤- القيام بنشر تحليلات عن القطاعات المختلفة، وكذلك بعض التوقعات المستقبلية .

٥- السماح بتوزيع منشور طلب تسجيل الشركة قبل موافقة الهيئة لاستطلاع الآراء مثلاً يحدث في السوق الأمريكية لمزيد من الشفافية .

ومن أجل توفير الأمان في السوق ألزم القانون في المادة ٨ أن يقوم كل من يرغب في عقد عملية يترتب عليها تجاوز ما يملكه على ١٠% من أسهم الشركة أن يخطر الشركة قبل عقد العملية بأسبوعين . وأن تقوم الشركة بأخطار المساهمين في الشركة . كما تسري نفس الأحكام على أي أحد من أعضاء مجلس إدارة الشركة أو أحد العاملين بها عند تجاوز ما يملكه على ٥% من راس مال الشركة وذلك للحد من استخدام المعلومات الداخلية وهو ما يتقارب مع فلسفة قانون الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية . وقد أكدت اللائحة التنفيذية

هذا المعنى في المادة ٥٩ . غير أن تفويض التصويت لم يحظ بتنظيمه على غرار القانون الأمريكي الذي يضع شروطا محددة لتنظيم التفويض بالتصويت نيابة عن البعض في الجمعية العمومية .

### إطار

#### التفويض في التصويت

هناك ضرورة لوضع شروط لتفويض التصويت في الجمعية العمومية حتى لا تستخدم في الإضرار بمصالح المساهمين . ومن أهم شروط التفويض أن يخصص بيان للتفويض يضع فيه الموضوعات المطلوب التصويت فيها ليعرف المفوض الموضوعات ويوافق على كل موضوع على حدة . وكذلك ضرورة قيام إدارة البورصة باعتماد التفويض للتأكد من تفرغ الشروط اللازمة للتفويض والعدد المحدد أيضاً .

ونظم الباب الثاني من القانون في المادة ١٦ نظام قيد الأوراق المالية في جداول البورصة بناء على طلب الشركة . ويتم القيد في نوعين من الجداول هما : (١)

#### أ - جداول رسمية أ :

ويقيد بها الأوراق المالية الآتية :

١- أسهم شركات الاكتتاب العام التي يتوافر فيها الشرطان الآتيان :

أ- ألا يقل ما يطرح من الأسهم الاسمية للاكتتاب العام عن ٣٠% من مجموع أسهم الشركة .

ب- ألا يقل عدد المكتتبين في الأسهم المطروحة عن مائة وخمسين ولو كانوا من غير المصريين .

وإذا ترتب على تداول أسهم الشركة انخفاض عدد المساهمين عن مائة شخص لمدة تجاوز ثلاثة أشهر متصلة أو منفصلة خلال السنة المالية للشركة

اعتبرت الأسهم مشطوبة من هذه الجداول وتنتقل إلى الجداول غير الرسمية .

- ٢ - السندات وصكوك التمويل والأوراق المالية الأخرى التي تطرحها شركات المساهمة وشركات التوصية بالأسهم في اكتتاب عام على أن تتوافر فيها الشروط السابقة .
- ٣ - الأوراق المالية التي تصدرها الدولة وتطرح في اكتتاب عام .
- ٤ - الأسهم والأوراق المالية الأخرى لشركات قطاع الأعمال العام والقطاع العام .

#### ب- جداول غير رسمية تقيد بها :

- ١ - الأسهم وغيرها من الأوراق المالية التي لا تتوافر فيها شروط القيد في الجداول الرسمية
- ٢ - الأوراق المالية الأجنبية .

كما تقسم الجداول غير الرسمية إلى جداول ب-١ وجداول ب-٢ . وتلتزم الشركة سواء مقيدة في الجداول الرسمية أو غير الرسمية بإعداد القوائم وفقاً للقواعد المحاسبية الدولية . واقترن هذا النص بقرار وزير الاقتصاد رقم ٤٣٥ لسنة ١٩٩٧ الخاص بتعديل المادة ٩٧ من اللائحة التنفيذية لينص على شطب قيد الورقة إذا مضت ستة أشهر متصلة دون عقد عمليات عليها . وبهذا قد سمح القانون بقيد الشركات المغلقة التي تطرح أسهما للتداول العام . وكذلك لم يهتم في شطب الشركات بمدى تحقيق الشركة ربحاً أم خسارة . في حين أن شطبها لعدم عقد عملية يمكن التحايل عليه بسهولة من خلال عقد عملية واحدة شكلية .

وقد وصل عدد الشركات المقيدة في الجداول الرسمية في نهاية عام ١٩٩٨ إلى ١٣٢ شركة . في حين عدد الشركات المقيدة في جداول ب-١ نحو ٦٢٤ شركة وفي جداول ب-٢ نحو ١٠٥ شركة . (١) و يعكس ذلك مدى تدني عدد الشركات في الجداول الرسمية التي تصل نسبتها إلى نحو ١٥,٥% فقط من إجمالي الشركات المقيدة .

## إطار

## قيد الشركات المغلقة

يجب وقف قيد الشركات المغلقة ، وشركات قطاع الأعمال التي لا تتداول أسهمها في البورصة، لأن ذلك ينطوي على مؤشرات غير دقيقة عن تطور البورصة . كما أنه يتيح مزايا للشركات المغلقة مثل الإعفاءات الضريبية ورسوم القيد . كما أن عدم تداول أسهم هذه الشركات لا يتيح إمكان توجيه الاستثمار إلى الشركات الواحدة ذات المزايا التنافسية والانتقال من شركة إلى أخرى، الأمر الذي يؤثر على تخصيص الموارد .

ويتيح القانون تدخل رئيس البورصة لمنع التلاعب في البورصة وذلك من خلال نص المادة ٢١ التي تخول لرئيس البورصة وقف عروض طلبات التداول التي ترمي إلى التلاعب في الأسعار . كما يحق له إلغاء العمليات التي تعقد بالمخالفة لأحكام القانون . كما يجوز له وقف التعامل على ورقة مالية إذا كان من شأنه استمرار التعامل بها الإضرار بالسوق . ولزيادة إمكان تدخل الجهة المنظمة في الحد من الممارسات غير الشرعية في السوق المصري لإضفاء سمة الأمان على السوق المصرية ، أجاز القانون لرئيس الهيئة في المادة ٢٢ إذا طرأت ظروف خطيرة أن يقرر تعيين حد أعلى وحد أدنى لأسعار الأوراق المالية بسعر الأقفال في اليوم السابق على القرار . ويعكس ذلك حرص التشريع المصري على توفير الأمان والعدالة في السوق . غير أن هذا يتوقف على الممارسة الفعلية لهيئة سوق المال في التدخل في التوقيات السليم وعدم تجاوز الحق بما يخل بأليات السوق، ولكن التشريع يتوافق مع الممارسات والتشريعات في أسواق رأس المال في معظم دول العالم .

ومن ناحية أخرى ينظم القانون تأسيس الشركات التي تباشر نشاطا في سوق رأس المال مثل شركات السمسرة ، وإدارة المحافظ . ويضع القانون شروطا لمنح الترخيص مثل :

- ضرورة توافر الخبرة والكفاءة اللازمة في القائمين على إدارة الشركة .
- أداء مبلغ التأمين المفروض والحد الأدنى لرأس المال .
- ألا يكون قد سبق الحكم على أحد مؤسسي الشركة أو مديرها بعقوبة جنائية .

كما يجوز وفقا للمادة ٣١ أن يقوم مجلس إدارة الهيئة باتخاذ إجراءات ضد الشركة التي تمارس عملا يهدد استقرار سوق رأس المال وتتراوح الجزاءات بين توجيه تنبيه إلى الشركة إلى حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتا لحين تغيير مجلس الإدارة، كما يلتزمون الشركة المخالفة بزيادة قيمة التأمين المودع منها .

وقد ارتفع عدد الشركات المرخص لها بمزاولة أنشطة التعامل في الأوراق المالية خلال الفترة ٩٣-١٩٩٨ إلى نحو ٢٧٩ شركة ، تستحوذ شركات السمسرة على النسبة الأكبر في الشركات العاملة في السوق التي بدأت بشركتين في عام ١٩٩٣ ووصلت إلى ١٤٦ شركة في عام ١٩٩٨ . (١)

وأجاز القانون في الفصل الثاني من القانون إنشاء صناديق استثمار تهدف إلى استثمار المدخرات في الأوراق المالية . ويجب أن يتخذ صندوق الاستثمار شكل شركة مساهمة ، وأن تكون أغلبية أعضاء مجلس إدارته من غير المساهمين فيه أو المتعاملين معه . وحرصا من المشرع على تحقيق الأمان في السوق، فقد ألزم القانون في المادة ٣٨ الصندوق بالاحتفاظ بالأوراق المالية لدى أحد البنوك الخاضعة لإشراف البنك المركزي المصري .

## إطار

## شركات السمسرة وصانعي السوق

لم يحدد القانون أو اللائحة التنفيذية للتوصيف الكامل لسهام الشركات العاملة في السوق . ومن ثم يقترح توسيع مهام بعض الشركات مثل شركات السمسرة لتقوم بدور في توفير المعلومات وتحقيق الشفافية في السوق حيث تقوم مكاتب السمسرة في الدول المتقدمة بمهام عديدة منها : حفظ الأوراق المالية ، وتوفير المعلومات ، وتقديم التسهيلات الائتمانية وتقديم النصح والإرشاد . فضلا عن نشر تقارير تضمن تحليلات عميقة يستفيد منها المستثمر . كما يجب تشجيع الشركات على فتح فروع في المحافظات لأن معظمها مركز في القاهرة والإسكندرية .

كما أن السوق المصرية تفتقد وجود صانعي السوق الذي يقوم بدور الوسيط بين الراغبين في الشراء والراغبين في البيع . ويحتفظ بمخزون من الأوراق المالية للقيام بعملية التوازن بين البائع والمشتري . وبالتالي دور صانع السوق مهم للغاية لأنه يعيد التوازن للسوق من خلال تساوي العرض والطلب . وهذا ما يقلل من التقلبات السريعة في السوق

وحدد القانون لتسوية المنازعات تشكيل لجنة بقرار من الوزير بتشكيل لجنة للتظلمات برئاسة أحد نواب رئيس مجلس الدولة وعضوية اثنين من مستشاري مجلس الدولة . وتختص اللجنة وفقا للمادة ٥١ بنظر التظلمات التي يقدمها أصحاب الشأن من القرارات الإدارية التي تصدر من الوزير أو الهيئة . كما يتم الفصل في المنازعات الناشئة عن تطبيق أحكام القانون بين المتعاملين في مجال الأوراق المالية عن طريق التحكيم دون غيره . وتشكل هيئة التحكيم بقرار من وزير العدل برئاسة أحد نواب رؤساء محاكم الاستئناف وعضوية محكم عن كل من طرفي النزاع ، وإذا تعدد أحد طرفي النزاع وجب عليهم اختيار محكم واحد . ويقوم رئيس هيئة التحكيم بتحديد الجلسة خلال عشرة أيام . ويصدر حكم هيئة التحكيم بأغلبية الآراء .

ويعتبر إحالة المنازعات إلى لجنة تحكيم من أهم مزايا القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ لأنه يتفادى البطء الشديد في المحاكم المصرية نظرا لكثرة عدد القضايا ، وينعكس ذلك على



إضفاء الثقة في الاستثمار في البورصة لأن فض المنازعات بسرعة يعد أحد المطالب الأساسية لأي مستثمر سواء محلي أو أجنبي .

### ثانيا : الإطار التنظيمي

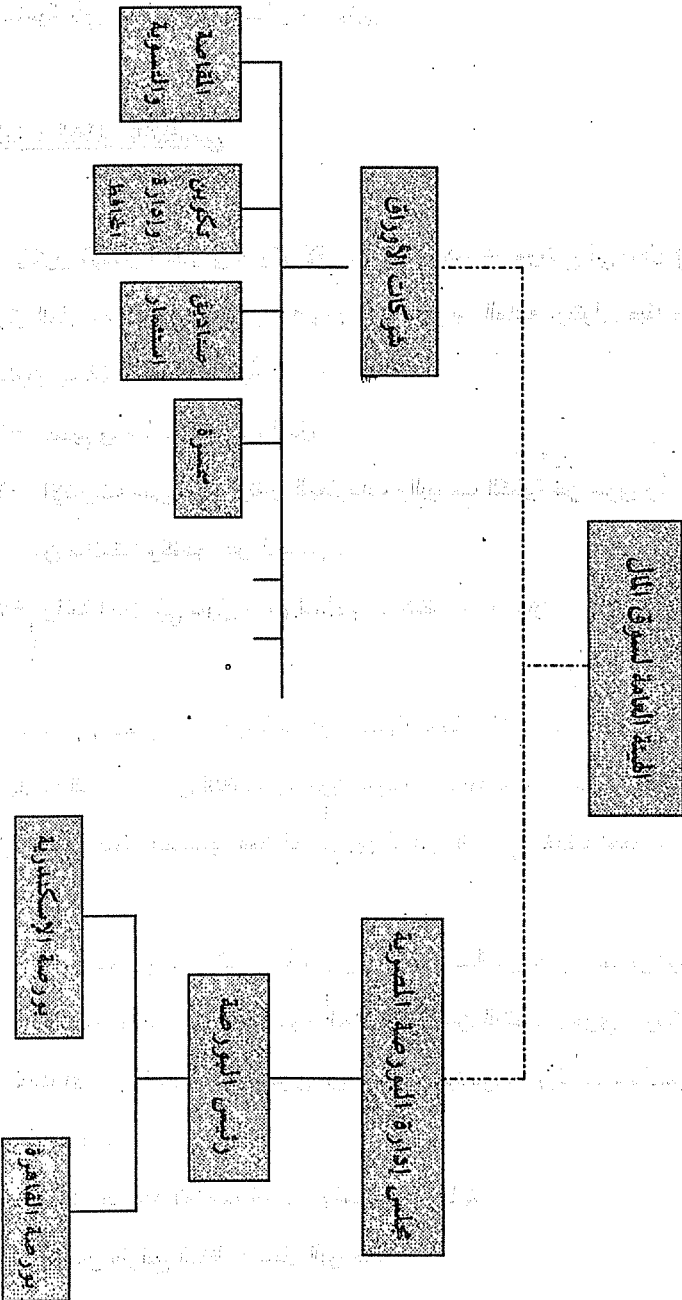
يتكون الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية كما هو موضح في شكل (١٩) من هيئة سوق المال ومجلس إدارة البورصة وشركات الأوراق المالية . وتتولى هيئة سوق المال تنفيذ القانون وتحقيق الأهداف الآتية :

- ١- تنظيم وتنمية سوق رأس المال .
  - ٢- الإشراف على توفير ونشر المعلومات والبيانات الكافية عن سوق رأس المال والتحقق من سلامتها وكشفها عن الحقائق .
  - ٣- رقابة العمل في سوق رأس المال ومنع الغش أو الاحتيال .
- كما يقوم مجلس إدارة الهيئة بتحديد مقابل الخدمات التي تقدمها الهيئة ووضع السياسات . وأجازت المادة ٤٩ من القانون أن يكون لموظفي الهيئة الذين يصدر بتحديد أسمائهم قرار من وزير العدل صفة الضبطية القضائية في إثبات الجرائم التي تخالف أحكام القانون .

ويتكون مجلس إدارة البورصة من رئيس للبورصة من غير السماسرة ويضم المجلس عشرة أعضاء منهم ممثل لهيئة سوق المال وآخر عن البنك المركزي . وستة أعضاء من شركات الأوراق المالية . وعضوان من اتحاد البنوك . ويقوم مجلس إدارة البورصة بالوظائف الآتية :

- إصدار القواعد المنظمة لسلامة واستقرار المعاملات
- إصدار اللوائح المنظمة لعمل البورصة .
- مراقبة الأسعار .
- تشكيل اللجان اللازمة لقيود الأوراق المالية في الجداول .

شكل (١٩)  
الإطار التنظيمي لسوق الأوراق المالية



وقد حدد القرار الجمهوري رقم ٥١ لسنة ١٩٩٧ رئيسا واحدا لبورصتي القاهرة والإسكندرية وتتداول فيهما نفس الأوراق المالية ، ليشكلا سوقا واحدة من خلال شبكة اتصال للحاسب الآلي، كما أوضح القرار الجمهوري العلاقة بين هيئة سوق المال والبورصة، بحيث تعرض قرارات مجلسي إدارة البورصة على رئيس الهيئة . وتعتبر القرارات سارية إذا لم يعترض عليها خلال خمسة عشر يوماً، وبالتالي فقد وسع القرار من سلطة مجلس إدارة البورصة لأنها هي المسؤولة عن أداء السوق .

ومن ناحية أخرى تضم السوق عدد متنوعا من الشركات التي تتعامل في الأوراق المالية وينظمها القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ . وقد تم تقسيم الشركات إلى ثلاث مجموعات رئيسية هي شركات الخدمات ، وشركات الوساطة ، وشركات الاستثمار ، ويقوم كل منها بدور مهم في عملية الاستثمار في الأوراق المالية . حيث تقدم شركات المقاصة والتسوية وإمسالك السجلات خدمات تعمل على تحقيق الانتظام لأداء السوق .

وتقوم شركات تقييم وتصنيف الأوراق المالية وشركات إدارة صناديق الاستثمار بتقديم خدمات للمستثمر . أما شركات الوساطة التي تضم شركات ترويج وتغطية الاكتتاب وشركات السمسرة فتلعب دورا رئيسيا في عملية البيع وشراء الأوراق المالية ويرتبط عملها بنظام السوق وتنشيط التداول في السوق . وفي المقابل تقوم شركات الاستثمار المتمثلة في صناديق الاستثمار وإدارة المحافظ ، ورأس المال في المخاطر بتنشيط سوق رأس المال لأنها تقوم بالاستثمار في البورصة .

وعلى صعيد آخر ، يرتبط بناء الهيكل التنظيمي للسوق بثلاث آليات تؤثر في نشاط سوق رأس المال في مصر وهي :

- ١- نظام السعر الاستكشافي .
- ٢- نظام المقاصة والتسوية .
- ٣- نظام الحفظ المركزي .

### نظام السعر الاستكشافي :

يعد نظام السعر الاستكشافي نظاماً لتحديد قيمة الورقة المالية في بداية الجلسة بواسطة الحاسب الآلي . ويتحدد السعر عند تلاقي أكبر كمية عروض تراكمية مع أكبر كمية طلبات تراكمية ويقوم البرنامج بتحديد السعر بناء على تسجيل الطلبات والعروض بواسطة السماسرة في بداية الجلسة .

ويقوم برنامج الحاسب الآلي بتكوين جدول لكل ورقة مالية ، يخصص الجزء الأيمن لأوامر البيع والجزء الأيسر لأوامر الشراء . ويحدث التراكم ابتداء من السعر الأدنى إلى السعر الأعلى في حالة أوامر البيع ، ومن السعر الأعلى إلى السعر الأدنى في حالة أوامر الشراء حتى يتحدد سعر التوازن عند أعلى سعر يكون عنده عدد الأسهم في الأوامر غير المنفذة أقل ما يمكن . وتتخذ كل العمليات بناء على هذا السعر الذي هو السعر التوازني .(١)

والجدير بالملاحظة أنه يجب أن يتوافر الشروط الآتية عند تحديد السعر الاستكشافي : (٢)

- ١- يجب ألا يقل عدد السماسرة عن ٥ لتحديد السعر الاستكشافي .
- ٢- يجب أن يقابل تسجيل طلبات تسجيل عروض أيضاً .
- ٣- يجب أن يوائم السماسر تسجيل العروض أو الطلبات بما يلائم سعر الورقة المالية .

### نظام المقاصة والتسوية :

بدأ العمل بنظام المقاصة والتسوية مع إنشاء شركة مصر للمقاصة والتسوية في أكتوبر عام ١٩٩٦ . ويهدف هذا النظام إلى نقل ملكية الأسهم المباعة إلى مشتريها في غضون أربعة أيام فقط من تاريخ إجراء العملية . ويمر هذا النظام بالخطوات التالية :

١. مرحلة الاستلام: تقوم شركة مصر للمقاصة والتسوية باستلام الأوراق المالية . وتتأكد

من الكمية وعدد العمليات ومطابقة ذلك مع طبعة البائع .

(١) د. منير هندی، الاستثمار الأجنبي غير المباشر، تقرير التمويل الدولي في ج.م.ع. ٥٥، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية

كلية الاقتصاد ، تقارير غير دورية ، أكتوبر ١٩٩٩، ص ٧٦

(٢) الهيئة العامة لسوق المال، السعر الاستكشافي -إدارة المعلومات

٢. مرحلة الفحص والمراجعة : يتم في هذه المرحلة فحص ومراجعة بيانات الأوراق المالية من حيث أسم البائع وأرقام العملية وعدد العمليات والكمية، كما يتم التأكد من عدم وجود قيود قانونية ظاهرة تمنع تداول الورقة المالية أو تضع قيود على تداولها .
٣. مرحلة التسجيل : يتم إدخال العمليات السليمة وتسجيلها على الحاسب الآلي من الكشف .
٤. مرحلة المراجعة الآلية : بعد انتهاء عملية التسجيل ، يتم عمل مراجعة لما تم تسجيله مع بيانات طبعة البائع لاكتشاف أي أخطاء في مرحلة التسجيل .
٥. مرحلة الاختيار : تدخل العمليات بعد ذلك لبرنامج تم إعداده للكشف عن أي تلاعب في الورقة المالية . وتم تنفيذ هذا البرنامج اعتباراً من ١٩٩٦/١٠/١ . ويتم التأكد من سلامة العمليات تماماً قبل إجراء التسوية والمقاصة عليها .(١)
٦. مرحلة التسكين : يتم في هذه المرحلة طبع شهادات نقل الملكية الخاصة بكل عملية ويتم تجميع العمليات التي تخص كل شركة سمسرة على حدة . وتسليم العملية إلى مندوب شركة السمسرة .

ويعكس هذا النظام حصول المشتري على الورقة المالية بعد أربعة أيام مما يتيح له بيعها بعد أربعة أيام . ويعني هذا زيادة سيولة السوق ، وارتفاع معدل دوران السوق . وهو مؤشر إيجابي ويوضح جدول (٤) أن مصر لا تزال فترة المقاصة فيها تستغرق عدد أيام أكبر من بعض الدول مثل الكويت التي تتم فيهما فترة التسوية في نفس اليوم ، بينما كوريا تستغرق يومين ، في حين تستغرق فترة المقاصة في الولايات المتحدة الأمريكية وماليزيا ثلاثة أيام . ومن ثم تعد فترة المقاصة في مصر مقبولة إلى حد كبير .

## جدول (٤)

## فترة المقاصة في مصر

الفترة - يوم	الدولة
t+٤	مصر
t+٣	الولايات المتحدة الأمريكية
t	الكويت
t+١	السعودية
t+١	هونغ كونج
t+٢	كوريا
t+٣	ماليزيا

Source: Research, Internet, <http://emgmkts.com>, 1998.

٤ - نظام الحفظ المركزي :

بدأ العمل بنظام الحفظ المركزي في ١٦ أكتوبر ١٩٩٦ . ويهدف هذا النظام إلى إيداع الأوراق المالية لدى شركة مصر للمقاصة والتسوية والحفظ المركزي ، ويتم نقل الملكية دون انتقال الورقة المالية ذاتها . وتبرم الصفقة على أساس شهادة نقل الملكية .

وتقوم شركة إدارة سجلات الأوراق المالية بحلقة الوصل بين العميل والسمسار مع شركة المقاصة التي تقوم بعملية الحفظ، وإلى حد كبير لا تختلف إجراءات المقاصة والتسوية للورقة المالية سواء كانت مودعة أو غير مودعة بالحفظ المركزي.

وتقوم شركة السجلات بإضافة الكمية المشتراة لحساب العميل فور تسلم الإخطار من شركة السمسرة لتقوم بتنفيذه ، ومن ثم يستطيع المشتري أن يقوم ببيع الكمية التي اشترها منذ اليوم الثاني ودون انتظار لتسوية العملية في الحفظ المركزي، ويعنى هذا إمكانية زيادة حجم نشاط سوق رأس المال في مصر وتحقيق السيولة له .

وبناء على ما سبق فإن سوق رأس المال تتوافر لها قاعدة تشريعية وتنظيمية مؤهلة إلى حد كبير إلى دفع نشاط السوق . ولكن قد يكون أهم ما ينقص السوق هو توافر المعلومات والشفافية بسرعة وتكلفة زهيدة .

### ثالثاً تطور كفاءة سوق رأس المال

تعد سوق رأس المال في جمهورية مصر العربية من الأسواق الناشئة . وتعرف مؤسسة التمويل الدولية ( IFC ) الأسواق الناشئة بأنها الأسواق التي لا تدخل ضمن الدول الصناعية الكبرى ، وتنتمي للدول النامية التي تقوم بعملية تحول نحو اقتصاديات السوق . وتتسم الأسواق الناشئة بارتفاع وتحسن مؤشرات أداء الاقتصاد ومؤشرات أداء أسواق رأس المال .

ودراسة تطور كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر تتطلب دراسة مجموعة من المؤشرات للوقوف على مدى تطور كفاءة السوق . وتستخدم الدراسة مجموعة من المؤشرات لتقييم كفاءة رأس المال ، حيث لا يكفي مؤشر واحد وإنما يتطلب التقييم دراسة مجموعة من المؤشرات التي توضح مدى تطور كفاءة سوق رأس المال . وتتمثل هذه المؤشرات في الآتي :

- ١- دراسة مؤشر حجم السوق .
- ٢- دراسة مؤشر سيولة السوق .
- ٣- دراسة مؤشر درجة التذبذب أو التقلب : *Volatility*
- ٤- دراسة مؤشر درجة التركيز .
- ٥- دراسة مؤشر كفاءة تسعير الأصول .
- ٦- دراسة مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي .

### ١-دراسة مؤشر حجم السوق :

يعتبر اتساع حجم السوق مؤشرا إيجابيا على نشاط الاستثمار في الأوراق المالية وتعتبر السوق في تطور إيجابي مع زيادة اتساع حجم السوق وتدل خبرة الأسواق الدولية على تميزها بأتساع حجم السوق ويقاس مدى اتساع حجم السوق من خلال مؤشرين هما :

١- معدل رأس المال السوقي للنتائج المحلي الإجمالي

ب- عدد الشركات المسجلة

### أ- معدل رأس المال السوقي للنتائج المحلي الإجمالي :

يقاس المؤشر بنسبة رأس المال السوقي الذي يعني القيمة السوقية لأسهم رأسمال الشركات المقيدة في البورصة إلى الناتج المحلي الإجمالي ويعكس هذا المؤشر مدى قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة رأس المال اللازم للاستثمار أي قدرته على تعبئة المدخرات لتوجيهها إلى المنشآت المقيدة في السوق التي تستثمر مواردها، وبالتالي يؤدي ذلك إلى زيادة النمو الاقتصادي، ويعكس جدول (٥) تطور المؤشر في مصر

### جدول (٥)

مؤشر معدل رأس المال السوقي في مصر مليون جنيه

السنة	رأس المال السوقي	الناتج المحلي الإجمالي	رأس المال السوقي / الناتج المحلي الإجمالي %	معدل نمو رأس المال السوقي %
١٩٩٢	١٠٨٤٥	١٣٢٦٩٦	٨,٢	-
١٩٩٣	١٠٨٠٧	١٣٦٩٧٨,٥	٩,٣	١٨,١
١٩٩٤	١٤٤٨٠	١٤٢٨٨٥,٥	١٠,١	١٣,١
١٩٩٥	٢٧٤٢٠	١٤٩٧٥٩	١٨,٣	٨٩,٤
١٩٩٦	٤٨٠٨٦	١٩٦٤٣٤,٥	٢٤,٥	٧٥,٤
١٩٩٧	٧٠٨٧٣	٢٤٦٢٩,٥	٢٨,٨	٤٧,٤
١٩٩٨	٨٣١٤٠	٢٦٠٧٤٤,١	٣١,٩	١٧,٣

\* المصدر الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي ١٩٩٨، ص ٣

\*\* المصدر البنك المركزي التقرير السنوي ١٩٩٩، ص ٤ تم حساب متوسط لكل سنتين ماليتين



ويوضح جدول (٥) أن رأس المال السوقي للشركات المقيدة في البورصة المصرية يساهم في تحقيق الناتج المحلي الإجمالي بنحو ٨,٢% فقط في عام ١٩٩٢ وارتفعت المساهمة في عام ١٩٩٨ إلى ٣١,٩% . ويعكس ذلك أن قدرة سوق الأوراق المالية في مصر على تعبئة رأس المال لتحقيق زيادة في الناتج الإجمالي تعادل ٣١,٩% فقط عام ١٩٩٨ . وبعد هذا المؤشر ضئيلاً عند مقارنته بالولايات المتحدة الأمريكية الذي يتعدى المؤشر فيها نسبة ١٠٠% ليصل إلى ١٥٣% في عام ١٩٩٨ . ولكن هناك تبايناً جوهرياً بين السوق المصرية باعتبارها سوق ناشئة وسوق الولايات المتحدة الأمريكية التي تعد أكفأ سوق في العالم .

ولكن المؤشر منخفض أيضاً عند مقارنته بالأسواق الناشئة، حيث يصل مؤشر معدل رأس المال السوقي إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ٧٥% في الكويت ، ١٤١,٨% في البحرين، ٨٨% في البرازيل ، و ٦٨,٥% في إسرائيل . في حين يبلغ المؤشر في شيلي ٢٨,٨ فقط . (١)

وعلى الرغم من انخفاض المؤشر، فإن هناك فرصة كبيرة لزيادة المؤشر في المستقبل. وذلك نتيجة ارتفاع معدل النمو لرأس المال السوقي باطراد، حيث تراوح معدل النمو في الفترة ١٩٩٨-٩٢ ما بين ١٣,١% في عام ٩٤ و ٧٥,٤% في عام ١٩٩٦ . ويشير ارتفاع معدل نمو رأس المال السوقي بمعدلات مرتفعة إلى إمكان زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على تعبئة المدخرات في المستقبل بمعدل أكبر وتوجيهها نحو الاستثمارات كما يعكس ارتفاع معدل نمو رأس المال السوقي ارتفاع سرعة تطور سوق الأوراق المالية بصورة إيجابية .

#### ب- عدد الشركات المسجلة :

يؤدي ارتفاع عدد الشركات المسجلة في البورصة إلى زيادة اتساع حجم السوق ، وارتفاع حجم الاستثمارات في الاقتصاد . مما يؤدي إلى آثار إيجابية على الاقتصاد القومي . ويرتبط ذلك بارتفاع رأس المال للشركات وحجم تداولها لتنشيط كفاءة الاستثمار من حيث الحجم والاتجاه نحو الشركات الأكثر كفاءة . ويوضح جدول (٦) تطور عدد وحجم الشركات في السوق المصرية .

## جدول (٦)

## مؤشر عدد الشركات المسجلة في البورصة المصرية

١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	
٨٦١	٦٤٥	٦٨٠	٧١٨	٦٧٢	٦٥٤	٦٣٥	عدد الشركات
٢٥٠٠	١٥٤٦	١٢٥٩	٩٥٠	٤٢٤	٤١١	٣٩٦	عدد الأسهم (مليون)
١٢٧	١٠٩	١٢٠	١٥٦	١٥٤	١٥٥	١٦٣	شركات الاكتتاب العام
٥٨٦	٥٣٦	٥٦٠	٥٦٢	٥١٨	٤٩٩	٤٧٢	شركات الاكتتاب المعلق
١٤,٨	١٦,٩	١٧,٦	٢١,٧	٢٢,٩	٢٣,٧	٢٥,٧	نسبة شركات الاكتتاب العام إلى إجمالي الشركات %
٩٦,٦	١٠٩,٩	٧٠,٧	٣٨,٢	٢١,٥	١٩,٦	١٧,١	متوسط حجم الشركة (مليون جنيه)
المصدر: البنك المركزي : المجلة الإحصائية، العدد الرابع : ١٩٩٧ / ١٩٩٨، ص ٩٩							

ويوضح جدول (٦) ارتفاع عدد الشركات المسجلة في السوق المصرية من ٦٣٥ شركة في عام ١٩٩٢ إلى أكثر من ٨٦١ شركة في عام ١٩٩٨ . ويعد عدد الشركات في البورصة المصرية مؤشرا إيجابيا من ناحية الكم بالنسبة للأسواق الناشئة حيث يصل عدد الشركات في الكويت إلى ٧٤ شركة فقط ، وفي البحرين ٤٠ شركة ، وفي شيلي ٢٩٥ ، وفي إسرائيل ٦٤٠ ، وفي كوريا ٧٧٦ شركة . في حين يصل عدد الشركات في الولايات المتحدة الأمريكية إلى ٨٤٥٠ . وفي الهند ثاني دولة في العالم من ناحية عدد الشركات المسجلة في البورصة نحو ٥٨٤٣ شركة .

غير أن متوسط حجم الشركة في البورصة المصرية كما يظهر من الجدول تعكس مدى ضالة رأس المال للشركة ، حيث يصل إلى ٩٦,٨ مليون جنيه في عام ١٩٩٨ . ويعد هذا

الحجم ضئيلاً جداً بالمقارنة بالأسواق الناشئة أو الأسواق المتقدمة . حيث إن ترتيب مصر بين ٩٦ دولة على مستوى العالم في المرتبة رقم ٧١ (١) . من ناحية حجم متوسط الشركة وهي مرتبة متأخرة تعكس ضلالة حجم الشركات مما يحد من قدرتها على مواجهة المنافسة خاصة بعد انفتاح الأسواق في المستقبل وفقاً لنتائج جولة أوروغواي والجات . كما تحد من قدرتها على تحقيق أرباح مما ينعكس على قيمة الأوراق المالية في البورصة المصرية . وبالتالي يجب تشجيع الاندماج بين الشركات وتشجيع الشركات على زيادة رؤوس أموالها .

ويعكس الجدول ارتفاع عدد شركات الاكتتاب المغلق التي لا تتداول أسهمها في البورصة . وتصل نسبة شركات الاكتتاب العام التي تتداول أوراقها المالية في البورصة إلى نسبة ١٤,٨% فقط من إجمالي عدد الشركات في عام ١٩٩٨ . وتتمتع شركات الاكتتاب المغلق بنفس المزايا الضريبية ومزايا التسجيل التي تتمتع بها شركات الاكتتاب العام . ويؤدي سيطرة شركات الاكتتاب المغلق على السوق إلى آثار سلبية على كل من نمو الاستثمارات وتخصيص الاستثمارات .

من ناحية نمو الاستثمارات تؤدي سيطرة شركات الاكتتاب المغلق إلى وضع حد لنمو حجم التداول في السوق وزيادة الاستثمارات وبالتالي ينعكس ذلك سلباً على نمو الاستثمارات في الاقتصاد .

أما من ناحية تخصيص الموارد فإن عدم تداول رأس المال لشركات الاكتتاب المغلق يؤدي إلى عدم انتقال الاستثمارات من شركة إلى أخرى أو من قطاع إلى قطاع لتحقيق كفاءة التخصيص . كما يحد من فرصة التسعير العادل لأسهم هذه الشركات . وبالتالي يؤدي ذلك إلى انخفاض كفاءة سوق رأس المال.

## ١- دراسة مؤشر سيولة السوق

- تعكس سيولة الورقة المالية سهولة البيع أو الشراء للورقة المالية بسرعة ودون أن يؤدي ذلك إلى تغير كبير في قيمتها السوقية، وتزداد سيولة السوق عند توفير ثلاثة شروط هي: (١)
- ١- عمق السوق : وجود أوامر للتداول مستمرة على الورقة المالية .
  - ٢- اتساع السوق : وجود عند كبير من أوامر البيع والشراء للأوراق المالية .
  - ٣- سرعة استجابة السوق : قدرة السوق على علاج أي خلل بين العرض والطلب

ويُقاس مستوى السيولة في السوق من خلال مؤشرين هما :

- أ- قيمة التداول / الناتج المحلي الإجمالي
- ب - قيمة التداول / رأس المال السوقي ( معدل الدوران )

ويوضح جدول (٧) كلا من المؤشرين . وتعكس قيمة التداول إلى الناتج المحلي الإجمالي اتجاه السيولة في السوق المصري للارتفاع حيث بدأ المؤشر في عام ١٩٩٢ عند ٠,٤٥% وارتفع إلى ١٦,٢% في عام ١٩٩٨ . ويعد المؤشر إيجابيا بالمقارنة بالأسواق الأخرى خاصة الناشئة . حيث يبلغ المعدل في إسرائيل ١٠,٩% ، وفي شيلي ٩,٧% . في حين يبلغ في الكويت ١١٣,٨% . ويرتفع المؤشر في الدول المتقدمة حيث يبلغ في ألمانيا ٤٩% . والولايات المتحدة الأمريكية ١٤٩,٧% . ولكن مع قصر فترة نشاط البورصة المصرية التي بدأت منذ عام ١٩٩٢ يعد المؤشر إيجابيا .

ومن ناحية أخرى يعبر معدل الدوران عن النسبة بين قيمة التداول ورأس المال السوقي . ويعني وصول معدل الدوران إلى قيمة واحد أن متوسط تداول السهم في السنة يبلغ مرة واحدة . ويشير المؤشر إلى انخفاض تداول الأسهم لأنه يقل عن الواحد الصحيح خلال الفترة من ٩٢-١٩٩٨ . غير أن هذا المؤشر قد

يشوبه مشاكل وجود رأس مال الشركات المغلقة ضمن رأس المال السوقي وهى  
لا يتداول أسهمها . وكذلك يتضمن رأس المال السوقي أسهم شركات قطاع أعمال  
عام لا تتداول أسهمها أيضا .

### جدول (٧)

#### مؤشر السيولة في مصر

نسبة التداول / المحلى الإجمالي %	نسبة التداول / رأس المال السوقي (معدل الدوران)	معدل نمو قيمة التداول %	نسبة التداول مليون جنيه	
١,٤٥	٠,٠٥	-	٥٩٦,٦	١٩٩٢
١,٤٢	٠,٠٤	٤,٧-	٥٦٨,٦	١٩٩٣
١,٨	٠,١٧	٣٤٩,٧	٢٥٥٧,٢	١٩٩٤
٢,٦	٠,١٤	٥٠,٥	٣٨٤٩,٤	١٩٩٥
٥,٦	٠,٢٢	١٨٤,٩	١٠٩٦٧,٥	١٩٩٦
٩,٨	٠,٣٤	١٢٠,٨	٢٤٢١٩,٨	١٩٩٧
١٦,٢	٠,٥٠	٧٤,١	٤٢١٦٢,٥	١٩٩٨

° المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوي ، أعداد مختلفة

ويعكس ارتفاع معدل نمو قيمة التداول سرعة تطور ونمو البورصة المصرية من ناحية ،  
وإمكانية زيادة السيولة في المستقبل من ناحية أخرى، حيث يبلغ معدل النمو معدلات مرتفعة  
للاغاية وصلت في عام ١٩٩٤ إلى ٣٤٩,٧%.

#### ١-دراسة مؤشر درجة التذبذب أو التقلب : Volatility

تعنى درجة التذبذب مدى وجود تذبذبات في العوائد في السوق وتقاس من خلال الانحراف  
المعياري للعائد لإجمالي الأوراق المالية المتداولة في السوق . ويدل انخفاض درجة التذبذب

على ارتفاع وتحسن كفاءة سوق رأس المال . وقياس درجة التقلب في السوق المصري تشير إلى تسجيله ١,٥% في عام ١٩٩٢ . ووصل إلى ٣,٦% في عام ١٩٩٨ . كما يظهر في جدول (٨) .

### جدول (٨)

#### درجة التذبذب في البورصة المصرية %

٩٨	٩٧	٩٦	٩٥	٩٤	٩٣	٩٢	
٣,٦	٣,١	٥,٩	٢,٢	٥,٦	٢,٧	١,٥	درجة التقلب

وتوضح تطورات درجة التذبذب في جدول (٨) انخفاضها في السوق المصرية بالمقارنة بالأسواق الناشئة أو المتقدمة . ويعتبر هذا مؤشرا إيجابيا يدل على تطور كفاءة سوق الأوراق المالية. كما يعطي الثقة للمستثمر على الاستثمار في البورصة المصرية .

#### ٢-دراسة مؤشر درجة التركيز :

يعني مؤشر درجة التركيز مدى سيطرة عدد قليل من الشركات على السوق، ويقاس المؤشر بمدى درجة التركيز لأنشط عشر شركات في السوق من ناحية سيطرتها على حركة التداول في السوق الثانوية أو سيطرتها على حصة كبيرة من رأس المال، وتعتبر السوق أكثر كفاءة عندما تنخفض نسبة مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي قيمة التداول أو إجمالي رأس المال السوقي، أي أن انخفاض درجة التركيز دليل على تطور كفاءة السوق . ويوضح جدول (٩) أن درجة التركيز في السوق المصرية منخفضة . ويوضح أن الشركات العشرة الأكثر نشاطا في السوق المصري تبلغ درجة التركيز لها من ناحية حركة التداول نحو ٣٣,٥% عام ١٩٩٨ مقابل ، ٣٣,٨% في عام ١٩٩٧ ، و ٤٢,١% في عام ١٩٩٦ . وهو ما يعني أن درجة التركيز تتجه للانخفاض . يبلغ قيمة التداول لأنشط سهم ٨,٨ من إجمالي قيمة التداول. وتعتبر درجة التركيز في البورصة المصرية منخفضة بالمقارنة بالأسواق الأخرى حيث تبلغ في الهند نحو ٨١,١% ، وفي الأرجنتين ٨٥,٤% ، وفي المغرب ٧٣,٤%.

## جدول (٩)

## حركة التداول للشركات العشر الأكثر نشاطاً

في مصر عام ١٩٩٨

م	اسم الشركة	قيمة التداول بالمليون	النسبة للإجمالي
١	البنك التجاري الدولي /مصر	١٤٧٤,٢	٨,٤
٢	الشركة المصرية لخدمات التليفون المحمول	٨٥٥,٣	٥,٠٨
٣	مصر للألومنيوم	٥٢٤,١	٣,٠
٤	أسمنت بورتلاند بخلوان	٥١٩,٥	٢,٩
٥	المصنع العربي للحديد	٤٧٦,١	٢,٧
٦	أسمنت العامرية	٤٤٨,٣	٢,٦
٧	مدينة نصر للإسكان والتعمير	٤٤٣,٩	٢,٥
٨	المشروعات الصناعية والهندسية	٣٩٥,٣	٢,٢
٩	بنك مصر الدولي	٣٧٨,٦	٢,١
١٠	أسمنت بورتلاند طره	٣٥٧,٦	٢,٠٥

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، التقرير السنوى ، ١٩٩٨ ، ص ١٢٢

كما أن درجة التركيز من ناحية مساهمة أكبر عشر شركات في إجمالي رأس المال  
السوقي تعد منخفضة أيضاً، حيث تصل إلى ٢٩,٨% وهى نسبة منخفضة، حيث تصل في  
الأرجنتين إلى ٥١,٩% ، وفى المغرب إلى ٦٥,٢% بينما تنخفض فى الهند إلى ٢٤,٨%  
(١). وبذلك فإن مؤشر درجة التركيز في البورصة المصرية يعد مؤشراً إيجابياً على تطور  
كفاءة السوق.

### ٥- دراسة مؤشر كفاءة التسعير

يعكس مفهوم الكفاءة بصفة عامة تحديد سعر الورقة المالية بناء على كل المعلومات المتاحة في السوق خاصة عن المستقبل، وعندما ترتفع كفاءة سوق رأس المال تزداد قدرتها سوق رأس المال على تخصيص الكفاء للموارد. وقد توفرت في البورصة المصرية مقومات عديدة من مقومات الكفاءة الثلاثة وهي :

- العدالة والأمان .
- كفاءة التشغيل .
- كفاءة التسعير .

من ناحية العدالة والأمان ، فقد وضع من الإطار التشريعي والتنظيمي أن القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٢ قد سعى لتحقيق العدالة في السوق وتوفير الأمان أمام المستثمر وذلك كما سبق توضيحه في بداية البحث . كما تم إنشاء صندوق لضمان التسوية المالية بين المتعاملين لعلاج الصفقات المتعثرة في عام ١٩٩٧ . كما تم إنشاء صندوق لمواجهة المخاطر غير التجارية في تعاملات شركات الأوراق المالية . ومن ناحية أخرى تقوم هيئة سوق المال برقابة على شركات الأوراق المالية وتمنع الشركات التي تتلاعب في السوق من العمل لفترة وينشر ذلك على صفحات الصحف .

وفيما يتعلق بكفاءة التشغيل التي تعني قدرة السوق على مواجهة الخلل في الأسعار بسبب عدم التوازن بين العرض والطلب . فإن قدرة السوق تتوقف إلى حد كبير على انخفاض تكلفة المعاملات . وتبلغ عمولة السمسار في مصر نحو ٠,٠٠٥ من قيمة الصفقة . كما أنها قابلة للتفاوض، فضلا عن أن الأرباح الناتجة من الاستثمار في الأوراق المالية معفاة من الضرائب وبالتالي فإن تكلفة المعاملات في البورصة المصرية تعد منخفضة وتسمح بتحقيق قدر كاف من كفاءة التشغيل .



وبالنسبة لكفاءة التسعير التي تعنى توافر معلومات بسرعة وبتكلفة زهيدة أمام كل الأفراد حتى يعكس سعر الورقة المالية كل المعلومات المستقبلية المؤثرة عليها سواء تتعلق بالاقتصاد العالمي أو الاقتصاد المحلي أو القطاع الذي تنتمي إليه الشركة وأخيرا الشركة المصدرة للأوراق المالية .

ويرى الباحث أن المشكلة الأساسية في البورصة المصرية تكمن في توفير المعلومات بالقدر الكافي الذي يؤدي إلى رفع كفاءة التسعير، وبالتالي تحسن كفاءة البورصة المصرية يرتبط بمدى القدرة على توفير الشفافية والمعلومات .

وفي دراسة لصندوق النقد الدولي قام بها Mauro Mecagni & maged Saeky في إبريل ١٩٩٩ لاختبار كفاءة سوق الأوراق المالية في مصر باستخدام نموذج "GARCH" (١). وذلك لدراسة سلوك كفاءة التسعير في البورصة المصرية ، والعلاقة بين درجة التذبذب والعائد . وقامت الدراسة برصد تطور العائد في البورصة المصرية وانتهت إلى وجود تطور إيجابي في العائد وانخفاض درجة تغيره . ولكن أشارت المؤشرات إلى انخفاض وبطء درجة استجابة أسعار الأوراق المالية للمعلومات مما يعكس ضعفا في كفاءة التسعير . ويعزى ذلك إلى ثلاثة أسباب رئيسية هي :

- ١- محدودية المعلومات المتاحة عن الشركات المتداولة في البورصة المصرية .
- ٢- سيطرة الشركات المغلقة على السوق .
- ٣- محدودية دور شركات الأوراق المالية في نشر معلومات وتحليلات عن السوق ، تعمل على استجابة أسعار الأوراق المالية للتغير في المعلومات .

وبناء على ما سبق يمكن دراسة مدى كفاءة التسعير في سوق الأوراق المالية في مصر خلال المؤشرين التاليين :

### أولاً - مدى توافر مصادر المعلومات

ثانياً - استخدام تحليل الارتباط و الانحدار لدراسة مدى استجابة أسعار الأوراق المالية للمتغيرات الاقتصادية الجوهرية

### أولاً - مدى توافر مصادر المعلومات

تعد مهمة توافر المعلومات مهمة مشتركة لكل من الحكومة ، وشركات الأوراق المالية ، والشركات المتداولة أوراقها في السوق . وهي سمة من سمات الدول التي يوجد بها أسواق مالية متقدمة . وقد أوضح تحليل مصادر المعلومات في الولايات المتحدة الأمريكية وجود كم هائل من جميع أنواع المعلومات والتحليلات التي تفيد المستثمر في اتخاذ قراره بناء على معلومات . ومن ثم تحسين كفاءة سوق رأس المال .

ويجب أن يكون هدف رسمي السياسة الاقتصادية في مصر هو الوصول إلى وجود هذا الكم والكيف من مصادر المعلومات مثل السوق الأمريكية . لأن هذا هو المدخل لتحسين كفاءة سوق رأس المال . ويمكن توضيح أهم مصادر المعلومات في مصر في الآتي :

#### ١ - المصادر الحكومية :

يحتاج المستثمر في الأوراق المالية إلى معلومات وتحليلات عن الاقتصاد العالمي ، والاقتصاد المحلي ، وتحليل القطاعات المختلفة ، وأخيراً مؤشرات عن ماضي ومستقبل الشركات . وتصدر الجهات الحكومية مثل البنك المركزي ، ووزارة الاقتصاد تقارير سنوية وشهرية تغطي معظم المؤشرات الاقتصادية عن الاقتصاد المصري . كما تصدر هيئة سوق المال تقريراً سنوياً ، وتقريراً أسبوعياً وشهرياً يغطي نشاط سوق الأوراق المالية . ولكن يعتبر توزيع هذه التقارير محدود وغير متاح أمام جميع الأفراد . كما أن تكلفة تقارير هيئة سوق المال تعد مرتفعة على الرغم من أن أحد مهام الهيئة هي توفير المعلومات دون تكلفة .

وتتسم هذه التقارير كلها بعدم وجود تحليلات عن القطاعات المختلفة (زراعة-صناعة ) أو مؤشرات تحليلية عن ماضي ومستقبل الشركات ، أو توقعات مستقبلية للاقتصاد المصري . وبالتالي تعتبر المصادر الحكومية في مصر غير كافية لتوفير المعلومات اللازمة لاتخاذ القرار الاستثماري الرشيد في سوق رأس المال . و يحد ذلك من كفاءة سوق رأس المال لأن سعر الورقة المالية لا يمكن أن يعكس المعلومات لأنه لا تتوافر معلومات بالقدر الكافي ليتخذ المستثمر القرار بناء على معلومات .

## ٢- شركات الأوراق المالية :

في معظم الأسواق المتقدمة تقوم الشركات العاملة في البورصة مثل السماسرة بتوفير معلومات وتحليلات تفصيلية عن الاستثمار في الأوراق المالية ، وقد وضح من تحليل مصادر المعلومات في الولايات المتحدة الأمريكية أن قانون الأوراق المالية يفرض بحكم القانون على شركات السمسرة وغيرها توفير المعلومات أمام المستثمر . وتقدم هذه الشركات المعلومات إلى العميل دون أي تكلفة .

ويعتبر قيام شركات الأوراق المالية في مصر بمهمة توفير المعلومات ضئيلا للغاية . وذلك سواء في نشر تقارير دورية أو توفير معلومات للعميل . ومن ناحية أخرى بدأت في النصف الثاني من التسعينيات قيام إحدى الشركات بنشر تقرير سنوي عن المؤشرات المالية للشركات المتداولة في البورصة . وهو مؤشر إيجابي إلا أن التقرير لا يتضمن أي تحليلات عن المستقبل وهو الأهم لاتخاذ القرار الاستثماري . ومن ثم فإن الشركات العاملة في الأوراق المالية في مصر لا تساعد في توفير المعلومات كما أن قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ٩٢ واللائحة التنفيذية لا تلزم هذه الشركات بالقيام أو المساهمة في توفير المعلومات .

## ٣- الشركات المتداولة في السوق :

يعد توفير المعلومات عن أداء الشركات المتداولة في البورصة إحدى المهام الرئيسية لأي شركة تتداول أوراقها المالية في البورصة . وذلك لتوفر أمام المستثمر جميع البيانات

والمعلومات لاتخاذ القرار الاستثماري ، وتعتمد من ثقة المستثمر في الشركة ، غير أن معظم الشركات التي تداول أوراقها المالية في البورصة المصرية لا توفر أي إفصاح عن أداء الشركة سواء عن الماضي أو عن المستقبل وهي من أكبر مشاكل توفير المعلومات في سوق الأوراق المالية في مصر .

وعلى الرغم من قيام هيئة سوق المال بإلزام الشركات بنشر قوائم مالية ربع سنوية، غير أن التزام هذه الشركات يشوبه الغموض، حيث لا تلتزم معظم الشركات بهذا القرار، ويعكس ذلك مدى إغفال الشركات أهمية نشر المعلومات من ناحية ، ومن ناحية أخرى عدم متابعة هيئة سوق المال لالتزام الشركات بنشر القوائم ومعاقبة الشركات المخالفة .

### ثانياً: مدى استجابة الأسعار للمتغيرات الاقتصادية :

تعتبر أسعار التضخم ، وأسعار الفائدة من أهم المتغيرات الاقتصادية التي تؤثر على حركة الأسعار في البورصة . وبناء على ذلك تقوم الدراسة بدراسة أثر تغير كل من معدل التضخم ، وسعر الفائدة على المؤشر العام للأسعار في مصر في الفترة ٩٢-١٩٩٨ على أساس بيانات شهرية ، لمعرفة مدى استجابة المؤشر العام للتغير في أهم المتغيرات الاقتصادية .

#### ١- معدل التضخم والمؤشر العام للأسعار :

تشير الأدبيات الاقتصادية إلى وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والقيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة . وذلك لتعويض المستثمر عن انخفاض القوة الشرائية للعملة وبالتالي يطلب المستثمر معدلاً مرتفعاً للعائد الأمر الذي يؤدي إلى انخفاض قيمة الورقة المالية ، وذلك في كل أسواق المال المتقدمة يوجد علاقة عكسية بين معدل التضخم وأسعار الأوراق المالية ، وهي مؤشر على كفاءة سوق رأس المال .

أسلوب القياس : تم الاعتماد على تحليل علاقة الارتباط ، وتحليل الانحدار لدراسة أثر تغيير معدلات التضخم (متغير مستقل ) على المؤشر العام للأسعار ( متغير تابع ) .

البيانات : تم الاعتماد على بيانات شهرية خلال الفترة من يناير ٩٢- ديسمبر ١٩٩٨ . وبلغت عدد المشاهدات ٨٤ مشاهدة .

النتائج : أسفرت نتائج تحليل علاقة الارتباط كما تظهر من الجدول التالي عن وجود علاقة عكسية بين معدل التضخم والمؤشر العام في مصر . ولكنها غير جوهرية حيث يبلغ معدل الارتباط -٠,١٥ أي العلاقة ضعيفة لأنها تبتعد عن الواحد الصحيح .

وأسفرت نتائج تحليل الانحدار أيضاً عن وجود علاقة عكسية ولكنها غير ذات دلالة وذلك عند درجة ثقة ٩٥% حيث يبلغ معامل التحديد ٠,٠٣٤ مما يدل على وجود علاقة ضعيفة للغاية، لأن العلاقة تكون قوية مع اقتراب معامل التحديد من الواحد الصحيح .

وبناء على ما سبق ، فإن استجابة الأسعار في سوق الأوراق المالية للتغير في التضخم تعد ضئيلة للغاية على عكس ما يتوقع وفقاً لمفهوم النظرية الاقتصادية وهو ما يعكس ضآلة كفاءة التسعير في البورصة المصرية .

1.3	234.22	فبراير-۹۵
1.3	238.39	مارس-۹۵
0.1	234.6	أبريل-۹۵
0.3	220.98	مايو-۹۵
0.2	219.68	يونيو-۹۵
0.1	211.26	يوليو-۹۵
2.1	212.61	أغسطس-۹۵
0.4	211.93	سبتمبر-۹۵
0.7	210.92	أكتوبر-۹۵
1	212.68	نوفمبر-۹۵
0.6	213.21	ديسمبر-۹۵
0.1	204.91	يناير-۹۶
0.6	204.97	فبراير-۹۶
0.4	202.43	مارس-۹۶
0.8	200.03	أبريل-۹۶
1	204.03	مايو-۹۶
0.2	204.66	يونيو-۹۶
1	232.96	يوليو-۹۶
0.1	234.87	أغسطس-۹۶
0.5	233.06	سبتمبر-۹۶
0.2	236.17	أكتوبر-۹۶
0.3	272.27	نوفمبر-۹۶
0.2	296.68	ديسمبر-۹۶
0.4	372.18	يناير-۹۷
0.2	404.36	فبراير-۹۷
0.6	380.61	مارس-۹۷
0.6	384.41	أبريل-۹۷
0.5	363.08	مايو-۹۷
0.1	348.14	يونيو-۹۷
0.3	333.64	يوليو-۹۷
0.2	369.21	أغسطس-۹۷
0.3	377.28	سبتمبر-۹۷
0.3	363.76	أكتوبر-۹۷
0.2	360.27	نوفمبر-۹۷
0.2	369.86	ديسمبر-۹۷
0.2	362.69	يناير-۹۸
0.2	369.3	فبراير-۹۸
0.2	388.6	مارس-۹۸
0.7	391.73	أبريل-۹۸
0.7	371.83	مايو-۹۸
0.1	363.94	يونيو-۹۸
0.1	383.77	يوليو-۹۸
0.3	351.92	أغسطس-۹۸
0.7	386.19	سبتمبر-۹۸
0.2	360.77	أكتوبر-۹۸
0.3	368.09	نوفمبر-۹۸
0.1	382.77	ديسمبر-۹۸

التضخم	المؤشر	التاريخ
-0.6	101.84	يناير-۹۲
-0.6	105.47	فبراير-۹۲
0.6	106.64	مارس-۹۲
1	107.86	أبريل-۹۲
0.4	107.81	مايو-۹۲
-2.2	107.2	يونيو-۹۲
2.8	106.16	يوليو-۹۲
-0.4	105.24	أغسطس-۹۲
3.4	104.96	سبتمبر-۹۲
1.8	106.21	أكتوبر-۹۲
0.3	106.36	نوفمبر-۹۲
0.4	108.97	ديسمبر-۹۲
2.7	108.66	يناير-۹۳
1.2	118.58	فبراير-۹۳
0.9	118.76	مارس-۹۳
1.3	123.06	أبريل-۹۳
0.8	121.9	مايو-۹۳
-1	122.08	يونيو-۹۳
0.1	121.87	يوليو-۹۳
1.4	123.91	أغسطس-۹۳
0.8	124.73	سبتمبر-۹۳
0.7	128.99	أكتوبر-۹۳
0.7	133.66	نوفمبر-۹۳
-0.8	136.67	ديسمبر-۹۳
0.6	148.41	يناير-۹۴
1.2	163.87	فبراير-۹۴
1.2	169.66	مارس-۹۴
0.8	184.17	أبريل-۹۴
0.2	184.17	مايو-۹۴
-0.9	176.82	يونيو-۹۴
1.3	187.28	يوليو-۹۴
1	201.32	أغسطس-۹۴
1.8	223.46	سبتمبر-۹۴
1.8	243.99	أكتوبر-۹۴
3.1	239.32	نوفمبر-۹۴
-0.3	238.37	ديسمبر-۹۴
-1.2	236.37	يناير-۹۵

علاقة ارتباط المؤشر والتضخم ٩٢-٩٨

	المؤشر	التضخم
المؤشر	1	
التضخم	-0.1595	1

Regression Statistics	
Multiple R	0.18444
R Square	0.03402
Adjusted R Square	0.02209
Standard Error	97.7434
Observations	83

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	27252.8	27252.8	2.85257	0.09507
Residual	81	773855	9553.76		
Total	82	801108			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	243.327	12.9317	18.8163	2.6E-31	217.597	269.057	217.597	269.057
1.7	21.129	12.51	-1.689	0.09507	-46.02	3.76216	-46.02	3.76216

## ٢- سعر الفائدة والمؤشر العام للأسعار :

توضح النظرية الاقتصادية وجود علاقة عكسية بين معدل الفائدة وأسعار الأوراق المالية في البورصة . وذلك لأن ارتفاع سعر الفائدة يغري المستثمر بالتخلي عن الاستثمار في الأوراق المالية والاتجاه للاستثمار في الودائع ذات الدخل المرتفع نتيجة ارتفاع معدل الفائدة . والعكس صحيح . كما أن ارتفاع أسعار الفائدة يؤدي إلى ارتفاع العائد الذي يطلبه المستثمر من استثماراته في الأوراق المالية ، وبالتالي تنخفض القيمة السوقية للأوراق المالية، ومن ثم تنسم أسواق رأس المال ذات الكفاءة بوجود علاقة عكسية بين معدلات الفائدة وأسعار الأوراق المالية .

أسلوب القياس : اعتمد التحليل على استخدام علاقة الارتباط ، وتحليل الانحدار لقياس أثر تغير معدل الفائدة -لمدة ثلاث أشهر ( متغير مستقل ) على المؤشر العام للأسعار ( متغير تابع ) .

البيانات : اعتمد القياس على بيانات شهرية لكلا من معدل الفائدة والمؤشر العام من يناير ٩٢- ديسمبر ١٩٩٨ . وبلغت عدد المشاهدات ٨٤ مشاهدة .

النتائج : أسفرت نتائج تحليل علاقة الارتباط عن وجود علاقة عكسية ومعنوية . حيث بلغ معدل الارتباط -٠,٧ وهو ما يعني علاقة قوية لأنها تقترب من الواحد الصحيح . كما أسفرت نتائج تحليل الانحدار عن وجود علاقة عكسية ذات دلالة عن درجة ثقة ٠,٩٥ ووصل معامل التحديد إلى ٠,٥٧ . ليعكس أن ٥٧% من التغير في المؤشر يعزى إلى التغير في معدلات الفائدة .

ومؤدى ذلك أن استجابة حركة الأسعار للأوراق المالية في البورصة المصرية تعد إيجابية للتغير في معدلات الفائدة وإن كانت بطيئة ولكن يشير ذلك إلى وجود فرص مستقبلية لتحسين كفاءة سوق رأس المال واستجابة أسعار الأوراق المالية للتغيرات الاقتصادية .



9.76	234.22	فبراير-٩٥
9.94	238.39	مارس-٩٥
10	234.6	أبريل-٩٥
10	220.98	مايو-٩٥
10	219.68	يونيو-٩٥
10	211.28	يوليو-٩٥
10.33	212.61	أغسطس-٩٥
10.6	211.93	سبتمبر-٩٥
10.6	210.92	أكتوبر-٩٥
10.6	212.66	نوفمبر-٩٥
10.6	213.21	ديسمبر-٩٥
10.6	204.91	يناير-٩٦
10.6	204.97	فبراير-٩٦
10.38	202.43	مارس-٩٦
10.26	200.03	أبريل-٩٦
10.3	204.03	مايو-٩٦
10.6	204.56	يونيو-٩٦
10.6	232.96	يوليو-٩٦
10.6	234.87	أغسطس-٩٦
10.6	233.06	سبتمبر-٩٦
10.6	236.17	أكتوبر-٩٦
10.6	272.27	نوفمبر-٩٦
10.6	296.68	ديسمبر-٩٦
10.6	372.18	يناير-٩٧
10.6	404.36	فبراير-٩٧
10.31	380.61	مارس-٩٧
10.26	384.41	أبريل-٩٧
10.26	363.08	مايو-٩٧
9.94	348.14	يونيو-٩٧
9.76	333.64	يوليو-٩٧
9.76	369.21	أغسطس-٩٧
9.6	377.28	سبتمبر-٩٧
9.44	363.76	أكتوبر-٩٧
9.26	350.27	نوفمبر-٩٧
9.26	359.86	ديسمبر-٩٧
9.26	362.69	يناير-٩٨
9.26	369.3	فبراير-٩٨
9.26	388.6	مارس-٩٨
9.26	391.73	أبريل-٩٨
9.26	371.83	مايو-٩٨
9.26	363.94	يونيو-٩٨
9.26	363.77	يوليو-٩٨
9.26	361.92	أغسطس-٩٨
9.26	366.19	سبتمبر-٩٨
9.26	360.77	أكتوبر-٩٨
9.26	368.09	نوفمبر-٩٨
9.26	382.77	ديسمبر-٩٨

التاريخ	المؤشر	سعر الفائدة
يناير-٩٢	101.84	18
فبراير-٩٢	106.47	18
مارس-٩٢	106.64	18
أبريل-٩٢	107.86	18
مايو-٩٢	107.91	18
يونيو-٩٢	107.2	18
يوليو-٩٢	106.16	18
أغسطس-٩٢	106.24	18
سبتمبر-٩٢	104.96	17.2
أكتوبر-٩٢	106.21	16
نوفمبر-٩٢	106.36	16
ديسمبر-٩٢	108.87	16.26
يناير-٩٣	108.66	16.26
فبراير-٩٣	118.68	16.26
مارس-٩٣	118.76	14.79
أبريل-٩٣	123.06	14.16
مايو-٩٣	121.9	14.16
يونيو-٩٣	122.08	13.6
يوليو-٩٣	121.87	12.6
أغسطس-٩٣	123.91	12.6
سبتمبر-٩٣	124.73	12.6
أكتوبر-٩٣	128.99	12.6
نوفمبر-٩٣	133.66	12.6
ديسمبر-٩٣	136.67	12.6
يناير-٩٤	148.41	12.6
فبراير-٩٤	163.87	12.6
مارس-٩٤	169.66	12.6
أبريل-٩٤	184.17	12.6
مايو-٩٤	184.17	9.81
يونيو-٩٤	176.82	9.76
يوليو-٩٤	187.28	9.76
أغسطس-٩٤	201.32	9.76
سبتمبر-٩٤	223.46	9.76
أكتوبر-٩٤	243.99	9.76
نوفمبر-٩٤	239.32	9.76
ديسمبر-٩٤	238.37	9.76
يناير-٩٥	236.37	9.76

علاقة ارتباط المؤشر وسعر الفائدة ٩٢-٩٨

	المؤشر	سعر الفائدة	
المؤشر	1		
سعر الفائدة	-0.7633	1	

Regression Statistics	
Multiple R	0.759453152
R Square	0.576769089
Adjusted R Square	0.571544016
Standard Error	64.69810948
Observations	83

ANOVA

	df	SS	MS	F	Significance F
Regression	1	462054	462054.0682	110.385	8.7E-17
Residual	81	339053	4185.845371		
Total	82	801108			

	Coefficients	Standard Error	t Stat	P-value	Lower 95%	Upper 95%	Lower 95.0%	Upper 95.0%
Intercept	550.1001751	31.1788	17.64342688	1.8E-29	488.064	612.138	488.064	612.138
18	-27.64964076	2.63169	-10.50642123	8.7E-17	-32.886	-22.413	-32.886	-22.413

## ٦-دراسة مؤشر الهيكل المؤسسي والتنظيمي :

يعتبر تطور الهيكل المؤسسي والتنظيمي أساس تحقيق كفاءة أسواق المال، حيث يعمل على توجيه الاستثمارات والتأثير في المعاملات في السوق، ومن المؤشرات التي توضح مدى تطور الهيكل المؤسسي الآتي :

### ١-مدى نشر معلومات :

يعتبر نشر معلومات عن السوق بكل جوانبه سواء مؤشرات كلية أو جزئية من أهم محددات الهيكل المؤسسي والتنظيمي . وتعتبر السوق المصرية ضعيفة في نشر المعلومات .

### ٢-المعايير المحاسبية :

تقيم الدول وفقا لمدى تطبيقها للنظام المحاسبي الدولي، وقد ألزمت هيئة سوق المال الشركات المتداولة في البورصة بتطبيق النظام المحاسبي الدولي .

### ٣-قوانين حماية الاستثمار :

على الرغم من أن القانون ٩٥ لسنة ٩٢ يتضمن إجراءات عديدة لحماية المستثمر .غير أنه لا يوجد قانون مستقل لحماية المستثمر على غرار قوانين حماية المستثمر في الأسواق المتقدمة .

### ٤-العوائق على الاستثمار وتحويل رأس المال :

تصنف مصر من الدول التي تتمتع بحرية في دخول وخروج رأس المال وهي سمة من سمات السوق الكفاء . غير أن البيروقراطية لا تزال من معوقات الاستثمار في مصر .

### ٥-المخاطر :

تتسم الأسواق الكفاء بانخفاض درجة المخاطر وتحتل مصر مرتبة متقدمة في انخفاض المخاطر وفقا لترتيب الخطر المركب الوارد في الدليل الدولي لمخاطر الدول . حيث يبلغ تقييمها ٧٠,٨ يلاحظ أن ارتفاع النسبة من ١٠٠% دليل على انخفاض المخاطر . وتعتبر درجة انخفاض المخاطر قريبة من الأسواق المتقدمة . إذ تبلغ في ألمانيا ٨٣,٨ ، وفي الولايات المتحدة الأمريكية ٨٣,٥ ، وفي فرنسا ٨٣ . (١)

## المبحث الثالث

## انعكاسات كفاءة سوق رأس المال

## على الاستثمارات في ج.م.ع

المالية، وذلك من منطلق أن الهدف الأساسي لسوق

**مقدمة :**

يهدف هذا المبحث إلى دراسة العلاقة بين مدى تطور كفاءة سوق رأس المال وتطور نمو وتخصيص الاستثمارات في سوق الأوراق المالية، وذلك من منطلق أن الهدف الأساسي لسوق الأوراق المالية هو زيادة الاستثمارات وتخصيصها بكفاءة مرتفعة من أجل زيادة النمو الاقتصادي .

ويركز المبحث على النقاط التالية :

**أولاً : أثر سوق رأس المال على نمو الاستثمارات .**

**ثانياً : أثر سوق رأس المال على تخصيص الاستثمارات .**

**ثالثاً : اقتراحات لتطوير كفاءة سوق رأس المال المصرية .**

## أولاً : أثر سوق رأس المال على نمو الاستثمارات

توضح الأدبيات الاقتصادية أن سوق رأس المال تعمل على زيادة نمو الاستثمارات حيث تعمل سوق الأوراق المالية على تعبئة المدخرات وتنويع الأصول المتاحة للاستثمار ، إلى جانب جذب استثمار أجنبي مما يؤدي إلى زيادة الاستثمار في المجتمع . وتوفر سوق رأس المال التمويل اللازم للاستثمار طويل الأجل وكذلك تتضمن إمكانية استرداد الاستثمار في أي لحظة من خلال السوق الثانوية. وبناء على ذلك أصبح هناك اتجاه مؤيد للدور القيادي لسوق رأس المال في دفع نمو الاستثمارات وبالتالي ارتفاع النمو الاقتصادي .

تقدم سوق الأوراق المالية فرص للإصدار أي تأسيس منشآت جديدة من خلال طرح أوراق مالية في السوق الأولي . كما تقدم السوق الثانوية فرصاً لزيادة رأس المال من خلال طرح أوراق مالية جديدة . ومن ناحية أخرى يؤدي ارتفاع القيمة السوقية للأوراق المالية المتداولة للمنشأة إلى زيادة الثقة في نشاط المنشأة ، مما يتيح لها فرصاً تمويلية وتسويقية عديدة .

وترتبط الوظائف العديدة لسوق رأس المال بتنشيط ونمو الاستثمار ، حيث إن طبيعة الوظائف مرتبطة بنمو الاستثمارات . وتتمثل أهم وظائف سوق رأس المال في الآتي :

- ١- تعبئة المدخرات .
- ٢- توفير التمويل .
- ٣- توفير السيولة .
- ٤- زيادة الثروة .
- ٥- تخفيض المخاطر وإرشاد المستثمر .
- ٦- تحقيق الاستقرار الاقتصادي .
- ٧- تخصيص الموارد .

وكما سبق توضيحه في الفصل الثاني فإن كل وظيفة تعمل على زيادة نمو الاستثمار ، غير أن هذا الدور يتوقف على مدى كفاءة سوق رأس المال ، حيث يرتفع قيام دور سوق رأس المال على زيادة الاستثمارات مع ارتفاع كفاءة السوق .

ويمكن الحكم على مدى قيام سوق الأوراق المالية في مصر في القيام بوظيفتها في زيادة الاستثمار من الناحية التطبيقية من خلال عدة مؤشرات هي:

- ١- ارتفاع حجم الإصدارات الجديدة .
- ٢- اتساع أثر الثروة.
- ٣- زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر .

#### ١- ارتفاع حجم الإصدارات الجديدة:

تعتبر الإصدارات الجديدة أحد المؤشرات المباشرة على قيام سوق الأوراق المالية بزيادة الاستثمارات، حيث تتضمن الإصدارات الجديدة تأسيس شركات جديدة، وزيادة رأس المال لشركات قائمة ترغب في التوسع، والاقتراض من خلال سندات . ومن ثم زيادة الإصدارات الجديدة تعني زيادة قدرة سوق الأوراق المالية على زيادة الاستثمار وبالتالي دفع النمو الاقتصادي . (١) ويوضح جدول (١٠) حجم الإصدارات الجديدة من الأنواع المختلفة للإصدارات .

#### جدول (١٠)

الإصدارات الجديدة في مصر مليون جنيه

معدل النمو %	الإجمالي	سندات	زيادة رأس المال	إصدارات التأسيس	
-	٢٠٨٥,٨	صفر	١٠٢١,٩	١٠٦٣,٩	١٩٩٣
١٣٣,٩	٤٨٧٩	٣٠	٢٧٠٨,٠	٢١٤١,٠	١٩٩٤
١٨٦,١	١٣٩٥٧,٨	٣٠٨٠	٦٢٨٦,٠	٤٥٩١,٨	١٩٩٥
٤٦,٨	٢٠٤٨٨,٣	٤٩٢٠	٦٠٤٦,٢	٩٥٢٢,١	١٩٩٦
٥,٠٠-	١٩٤٨٤,٥	١١٩٥	٦٢٠٠,٩	١٢٠٨٨,٦	١٩٩٧
٨٥,٢	٣٦٠٩٢,٨	٢٨٦٥	١٢٣٠١,٦	٢٠٩٢٦,٢	١٩٩٨

المصدر : الهيئة العامة لسوق رأس المال . التقارير السنوية ، أعداد مختلفة .

ويعكس جدول (١٠) أن سوق الأوراق المالية في مصر قامت بتوفير تمويل للإصدارات جديدة بلغت حجمها في عام ١٩٩٨ نحو ٣٦٠٩٢,٨ مليون جنيه مقابل ٢٠٨٥,٨ مليون جنيه

في عام ١٩٩٣. وهو ما يعني أن سوق الأوراق المالية قد نجحت في تحقيق زيادة كبيرة في الاستثمارات في الاقتصاد المصري، وساهمت في زيادة رأس المال السوقي للبورصة .

كما أن حجم الإصدارات الجديدة ينمو بمعدل كبير ليشير لارتفاع مساهمة سوق رأس المال في نمو الاستثمارات . حيث بلغ معدل النمو في عام ١٩٩٥ وحده نسبة ١٨٦,١% . وبلغ حجم الإصدارات الجديدة في ١٩٩٨ ستة عشر ضعف قيمة الإصدارات في عام ١٩٩٣ إلى جانب أن النسبة الأكبر من الإصدارات تتركز في ظهور منشآت جديدة لتضيف إلى التكوين الرأسمالي في المجتمع .

ومن ناحية أخرى ، يشير مؤشر قدرة السوق على تحقيق تراكم رأس المال الذي يقاس بنسبة الإصدارات الجديدة إلى الناتج المحلي الإجمالي إلى ارتفاعه من ٢% عام ١٩٩٣ إلى أكثر من ١٠% في عام ١٩٩٨ ليدل على زيادة قدرة السوق على نمو التراكم الرأسمالي . كما ارتفعت نسبة مساهمة السوق الأولى الممثلة في الإصدارات الجديدة إلى إجمالي الاستثمار الثابت من ٨% عام ٩٣ إلى ٤٣,٥% عام ١٩٩٦ ليؤكد ذلك ارتفاع مساهمة سوق الأوراق المالية في الإضافة إلى إجمالي الاستثمارات الثابتة في المجتمع . كما يوضح زيادة مشاركة القطاع الخاص في التنمية الاقتصادية .

## ٢ - اتساع أثر الثروة:

يعنى أثر الثروة لسوق الأوراق المالية الفرق بين القيمة السوقية والقيمة الاسمية للأسهم . وزيادة الفرق أى أن زيادة القيمة الدفترية للأسهم المقيدة تؤدي إلى زيادة نمو الاستثمار . وذلك لأن ارتفاع القيمة السوقية يعني الآتي : (١)

- ١- زيادة حصيلة الإصدارات الجديدة .
- ٢- انخفاض تكلفة الاقتراض للشركات المتداولة في البورصة
- ٣- ارتفاع كفاءة الاستثمارات .
- ٤- زيادة الثروة التي يتفق جزء منها على الاستهلاك والجزء الآخر على الاستثمار .

وبوضح جدول (١١) تطور زيادة القيمة الدفترية للأسهم المقيدة التي تقاس بقسمة رأس المال السوقي إلى رأس المال الاسمي.



## جدول (١١)

## تطور ارتفاع قيمة الأسهم في مصر

٩٨	٩٧	٩٦	٩٥	٩٤	٩٣	٩٢	عند مرات ارتفاع قيمة الأسهم
٣.٠	٣.٩	٣.٥	٢.٥	١.٨	١.٤	١.٣	

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، إدارة المعلومات ، ١٩٩٨

ويوضح الجدول ارتفاع رأس المال السوقي إلى رأس المال الاسمي من ١,٣ مرة في عام ٩٢ إلى ٣,٠ مرة في عام ١٩٩٨ . وهي زيادة إيجابية تعني نجاح سوق الأوراق المالية في تحقيق خفض في تكلفة تمويل المنشآت المتداولة بها وزيادة حصيلة الإصدارات الجديدة مما يمكن من زيادة نمو الاستثمارات في الاقتصاد المصري .

٣- زيادة الاستثمار الأجنبي غير المباشر :

شهدت فترة التسعينيات تغييرات جوهرية في شكل ومكونات التدفقات المالية إلى الدول النامية . حيث أصبحت تدفقات الاستثمارات الأجنبية المباشرة وغير المباشرة هي المكون الأساسي في التدفقات المالية إلى الدول النامية، وأصبح سد الفجوة الادخارية في الدول النامية يعتمد على استثمار القطاع الخاص المحلي والأجنبي، واتجه الاعتماد على المعونات التي سادت في السبعينيات إلى الانخفاض . كما تقلص الاقتراض الخارجي - الذي ساد الثمانينيات - لما ترتب عليه من آثار سلبية على اقتصاديات الدول النامية والاقتصاد العالمي.

وسجل الاستثمار الأجنبي غير المباشر أسرع نمو في مكونات التدفقات المالية إلى الدول النامية خلال فترة التسعينيات ليصل إلى ٧٠,٣ مليار دولار في عام ١٩٩٨ مقابل ٣,٢ مليار دولار في بداية التسعينيات (١) ومن ثم أصبحت البورصات النامية تتنافس في جذب الاستثمار لسد الفجوة بين الاستثمار والادخار التي تعاني منها معظم الدول النامية.

ويعتبر هدف زيادة جذب الاستثمار الأجنبي أحد الأهداف الرئيسية لبرنامج الإصلاح الاقتصادي في مصر لزيادة الاستثمار من أجل رفع معدل النمو الاقتصادي ولذلك فإن زيادة تدفقات الاستثمار الأجنبي غير المباشر تعتبر أحد المؤشرات المهمة لنجاح البورصة المصرية

في زيادة نمو الاستثمارات . ويوضح جدول (١٢) تدفقات صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى مصر .

### جدول (١٢)

صافي الاستثمار الأجنبي في محفظة الأوراق المالية بمصر مليون دولار

٩٨	٩٧	٩٦	٩٥	٩٤	٩٣	صافي التدفق الأجنبي في المحفظة
٢٤٨,٠-	١٤٦٢,٩	٢٥٧,٦	٤,١	٢,٥	٤,٨	
١٨٣,١-	٤٦٧,٩	٦١٨٢,٩	٦٤	٤٨-	-	معدل النمو %

المصدر : وزارة الاقتصاد ، النشرة الشهرية . مصر عام ٢٠٠٠ ص ٨٤

ويشير الجدول إلى تذبذب كبير في صافي الاستثمارات الأجنبية غير المباشرة خلال الفترة ٩٣-١٩٩٨ . إذ يسجل الاستثمار الأجنبي قيمة موجبة في بعض السنوات ثم يتجه ليكون سلبى في العام الأخير بمعنى أن تدفق رأس المال الأجنبي إلى الخارج يفوق التدفقات الداخلة إلى الاقتصاد ، وهو ما يعني أثرا سلبيا على ميزان المدفوعات . كما أن معدل النمو يتسم بالتخفيض في عام ٩٤ والارتفاع الكبير في عام ١٩٩٧ ليوضح مدى التقلبات الحادة في تدفق الاستثمار في الحافظة. ويعزى ذلك إلى أزمة الأسواق المالية الآسيوية إلى جانب بعض الأحداث السياسية في مصر. ولكن بصفة عامة يعتبر حجم الاستثمار الأجنبي ضئيلا بالمقارنة بالأسواق الأخرى.

ويبلغ حجم الاستثمار الأجنبي غير المباشر إلى رأس المال السوقي نسبة ضئيلة لا تتعدى ٦% من إجمالي رأس المال في البورصة المصرية ، مما يعني أن رأس المال الأجنبي ضئيل بالمقارنة برأس المال المحلي . غير أن قيمة الأسهم المتداولة للأجانب بصفة مشترى في عام ١٩٩٨ بلغت ٣٣٥٩,٨ مليون جنيه لتمثل ١٨,٢% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة . في حين أن قيمة الأسهم المتداولة للأجانب بصفة بائع في نفس العام بلغت ٤١٦٠,٣ مليون جنيه لتمثل ٢٢,٥% من إجمالي قيمة الأسهم المتداولة .

ومؤدى ذلك أن مبيعات الأجانب تفوق مشترياتهم عام ١٩٩٨ مما يعني أن فترة احتفاظهم بالأسهم قصيرة . كما أن مقارنة نسبة قيمة تداول الأجانب التي بلغت ٢٢% من إجمالي التداول إلى نسبة حجم استثماراتهم لرأس المال التى تبلغ ٦% فقط، تعنى أنهم بحجم رأس مال ضئيل

للغاية يشكلون حجم تداول كبيراً في السوق، وهو ما يعكس معدل دوران مرتفعاً لاستثمارات الأجانب.

ويعكس ذلك أن سلوك الاستثمارات الأجنبية في مصر يتسم بالمضاربة إلى حد كبير والسعي إلى تحقيق مكاسب رأسمالية من خلال بيع الأسهم عندما يرتفع أسعارها والانتقال لأسهم أخرى ثم بيعها عندما ترتفع قيمتها السوقية. ويقتضي ذلك تدخل هيئة سوق المال لتوفير بعض الإجراءات لتشجيع رأس المال الأجنبي على زيادة فترة احتفاظه بالأوراق المالية وزيادة حجم الاستثمار الأجنبي الذي يعتبر منخفضاً بالنسبة لحجم الاقتصاد المصري.

ومن ناحية طريقة حساب بيانات صافي الاستثمار الأجنبي غير المباشر، فيتم حسابه من قبل البنك المركزي، ووزارة الاقتصاد وفقاً لدليل ميزان المدفوعات الصادر من صندوق النقد الدولي. حيث يحسب صافي الاستثمار من خلال جمع الآتي:

#### ١ - إكتتاب الأجانب في أذون الخزانة: الإكتتاب - الاسترداد

#### ٢ - مشتريات الأجانب من البورصة - مبيعات الأجانب في البورصة.

ويتم حساب الإكتتاب والاسترداد في أذون الخزانة على أساس القيمة المدفوعة وليست القيمة الاسمية. ويمثل الفرق بين القيمة المدفوعة والقيمة الاسمية دخل استثمار يظهر في ميزان المدفوعات. كما تحسب مشتريات ومبيعات الأجانب على أساس القيمة السوقية.

وتعتبر طريقة الحساب مناسبة لظروف الاقتصاد المصري، حيث يصعب الاعتماد على البيانات المصرفية نظراً لسرية الحسابات من ناحية، ومن ناحية أخرى عدم وجود بيانات دقيقة لدى البنوك عن اتجاهات حسابات العملاء. حيث تتسم تعاملات العملاء في البنوك سواء لشراء أوراق مالية أو التصدير والاستيراد أو الاستثمار المباشر بعدم ظهور الأرقام الحقيقية عن الصفقات.

لكن يدخل في حساب الاستثمار الأجنبي غير المباشر في مصر كل مشتريات الأجانب من الأوراق المالية بغض النظر عن نسبة المساهمات. في حين أن معظم الدول تحسب مساهمة الأجنبي في الشركة التي تزيد على ١٠% استثماراً أجنبياً مباشراً. ويرجع عدم إتباع ذلك في مصر إلى ضعف قاعدة البيانات الخاصة باستثمار الأجانب.

## ثانياً : أثر سوق رأس المال على تخصيص الاستثمارات

تساهم سوق رأس المال في تحقيق الكفاءة الاقتصادية سواء على المستوى الكلي أو المستوى الجزئي . حيث يمكن استخدام أدوات السياسة الاقتصادية الكلية المرتبطة بميكانيزم نشاط سوق الأوراق المالية مثل سعر الفائدة أو شروط تسجيل الأسهم الجديدة للتأثير في حجم واتجاهات الاستثمارات .

وعلى المستوى الجزئي تقوم سوق رأس المال بتخصيص الموارد من خلال الدور المباشر للأسعار في السوق الأولى ، والدور التوجيهي للسوق الثانوية . حيث توجه سوق الأوراق المالية الاستثمارات نحو الأنشطة والمنشآت ذات المزايا النسبية التي تتسم بارتفاع الكفاءة . وترتفع القيمة السوقية للمنشآت التي تنتمي لقطاعات تتسم بارتفاع العائد في الاقتصاد مما يؤدي إلى انخفاض تكلفة تمويلها ، وزيادة الثقة في مجال استثماراتها . وهذا ما يدفع إلى زيادة تخصيص الاستثمارات في هذه الأنشطة المميزة .

ويتوقف اتخاذ القرار الاستثماري بتوجيه الموارد نحو الاستخدامات ذات الكفاءة على المعلومات المتوافرة . ويتأثر القرار بالمعلومات المستقبلية عن أداء الاقتصاد ككل وأداء النشاط والمنشأة . وعندما يتجه السعر للانخفاض يكون لدى المديرين حافز ضعيف على الاستثمار أو التوسع في الاستثمار . في حين يحفز اتجاه الأسعار للارتفاع على زيادة الاستثمار والتوسع . وتتوقف حركة الأسعار للأوراق المالية على المعلومات المتوافرة .

وبناء على ذلك ، فإن التخصيص الكفء للموارد يتوقف على مدى توفر سمات الكفاءة في سوق رأس المال . ويتوقع أن يتحسن التخصيص الأمثل للاستثمارات مع زيادة توافر المعلومات في سوق رأس المال حيث يتحدد العائد والمخاطر بكفاءة . ومن ثم يقوم المستثمر بالاختيار بين الأنشطة والمنشآت بناء على أسعار عادلة ، مما يرفع كفاءة الاستثمارات ويدفع بالنمو الاقتصادي .

ولذلك ، يتوقع أن تتخفض كفاءة التخصيص الأمثل للموارد في أسواق رأس المال التي لا تتوافر بها المعلومات بالقدر الكافي ، حيث تكون تحركات أسعار الأوراق المالية مضللة إلى

حد كبير لأنها تتغير دون معلومات وبالتالي تقل فرص تقييم المخاطر والعائد ، والفرقة بين القطاعات والمنشآت التي يتوقع لها مستقبل واعد

والجدير بالملاحظة أن تباين القطاعات من دولة إلى أخرى يمكن أن يتغير عبر الزمن بتغير المستوى التكنولوجي أو إدخال ابتكارات جديدة وبالتالي فإن تخصيص الاستثمارات في قطاعات معينة في البورصة عملية ديناميكية قابلة للتغيير بعد فترة زمنية طويلة الأجل . ولكن من المفترض أن يكون هناك تماثل لأداء الشركات داخل كل قطاع لأن المنافسة تجعل الشركات داخل القطاع تنتهج سياسات متماثلة وينعكس ذلك على تماثل الأداء . (١)

ويمكن تحليل تخصيص الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر خلال المؤشرات الآتية :

- ١ - رأس المال السوقي وقيمة التداول للقطاعات .
- ٢ - القوة النسبية لمؤشر القطاعات .
- ٣ - تركيز القطاعات للشركات الأكثر نشاطا .
- ٤ - مضاعف القيمة الدفترية والعائد والمخاطر للقطاعات .

#### ١ - رأس المال السوقي وقيمة التداول للقطاعات

يعبر ارتفاع رأس المال السوقي وكذلك قيمة التداول للقطاع عن تميز هذا القطاع واتجاه الاستثمارات للتركز فيه، ومع ارتفاع ربحية القطاع ترتفع الاستثمارات في القطاع وبالتالي تزداد قيمة التداول عليه . ويوضح جدول (١٣) ترتيب القطاعات وفقا لرأس المال السوقي وقيمة التداول

## جدول (١٣)

رأس المال السوقي وقيمة التداول للقطاعات في مصر عام ١٩٨٨

القطاع	رأس المال السوقي		حجم التداول	
	قيمة	%	قيمة	%
الصناعات التحويلية	٣٨٩٩٢	٤٦,٩٠	٨٥١٧,٨١	٤٨,٩
التمويل	٢٦٧٩٥	٣٢,٢٣	٥١٧٩,٤٧	٢٩,٧٣
نقل واتصالات	٥٠٠٥	٦,٠٢	٩٧٠,٠٨	٥,٥٧
خدمات	٦٧٣٤	٨,١٠	١٢٨٤,٠٢	٧,٣٧
تشييد	٣٠٣٤	٣,٦٥	٩٩٨,٥١	٥,٧٣
زراعة	١٠٣٤	١,٢٤	٥٠,٢٠	٠,٢٩
جملة وتجارة	١٤٧٧	١,٧٨	٤١٩,٨١	٢,٤١
تأمين	٦٩	٠,٠٨	٠,١	٠,٠٠٥
المجموع	٨٣١٤٠	%١٠٠	١٧٤٢٠	%١٠٠

المصدر: الهيئة العامة لسوق المال، التقرير السنوي، ١٩٩٨، ص ١٢٠

ويوضح جدول (١٣) إنه من ناحية رأس المال السوقي يأتي قطاع الصناعات التحويلية في المرتبة الأولى، حيث يستحوذ على ٤٦,١% من رأس المال المستثمر في البورصة. ويستحوذ قطاع التمويل على ثاني أكبر رأس مال في السوق بنسبة ٣٢,٢% من إجمالي رأس المال المستثمر في البورصة المصرية. ويحتل قطاع التأمين المرتبة الأخيرة في استثماراته. وتتنخفض نسبة رأس مال القطاع إلى إجمالي رأس المال السوقي بالبورصة بنسبة كبيرة حيث لا تتعدى نسبة استثماراته ٠,٠٨% فقط. مما يشير إلى ضعف حجم استثمارات هذا القطاع ويلاحظ أن قطاعي الصناعات التحويلية والتمويل يسيطران على نحو ٧٩,١% من إجمالي رأس المال السوقي مما يدل على تميز القطاعين من ناحية تخصيص الموارد في سوق الأوراق المالية بمصر.

ومن ناحية قيمة التداول، يحتل أيضاً قطاع الصناعات التحويلية المرتبة الأولى بنسبة ٤٨,٩% من إجمالي قيمة التداول في السوق. ويحتل قطاع التمويل أيضاً المرتبة الثانية بنسبة ٢٩,٧% من إجمالي قيمة التداول، ويأتي قطاع التأمين في المرتبة الأخيرة. ويسيطر قطاعا الصناعات التحويلية والتمويل على نحو ٧٨,٦% من إجمالي قيمة التداول في الأوراق المالية في مصر. ليعكس نشاط أسهم شركات هذين القطاعين. ومؤدى ذلك أن فرص التنوع

فى تكوين محفظة أوراق مالية تتركز فى البورصة المصرية فى قطاعى الصناعات التحويلية وقطاع التمويل.

## ٢- القوة النسبية لمؤشر القطاع :

تقاس القوة النسبية لأسهم القطاع بقسمة مؤشر القطاع على قيمة المؤشر العام للسوق . ويوضح هذا المؤشر مدى الارتباط بين أسهم المنشآت التى يضمها القطاع . وبعد القطاع متميزا مع ارتفاع القوة النسبية للمؤشر . ويوضح جدول (١٤) القوة النسبية للقطاعات المختلفة فى الفترة ١٩٩٨-٩٢ .

### جدول (١٤)

#### القوة النسبية لأسهم القطاعات فى مصر

١٩٩٨-٩٢

٩٨	٩٧	٩٦	٩٥	٩٤	٩٣	٩٢	القطاعات
١,٣٠	١,٢٣	١,٢٢	١,٣٢	١,٢٣	١,١٢	١,٠٢	الصناعات التحويلية
١,٣٧	١,٤٤	١,٥٠	١,٠٥	٠,٧٢	٠,٩٧	٠,٩٨	التمويل
١,٠٥٢	٠,٤٠	٠,٣٨	٠,٣٧	٠,٤٠	٠,٧١	٠,٩٢	نقل واتصالات
١,٠٩	٠,٧٧	٠,٧٣	٠,٦٤	٠,٦٦	٠,٨٢	١,٠١	خدمات
٠,٨٢	٠,٧٩	٠,٧٦	١,٠٤	٠,٤٣	٠,٧٤	٠,٩١	تشييد
٠,٤٧	٠,٥٢	٠,٥٧	٠,٤٨	٠,٤٦	٠,٧٤	٠,٩٦	زراعة
٠,٥٣	٠,٤٦	٠,٤٦	٠,٥٢	٠,٤٣	٠,٧٦	٠,٩٢	جملة وتجزئة
٠,٢٥	٠,٢٦	٠,٣٢	٠,٤٦	٠,٤١	٠,٧٣	٠,٩٠	تأمين

ويوضح جدول (١٤) النتائج التالية :

أ. يعتبر قطاع الصناعات التحويلية القطاع الرائد فى البورصة المصرية حيث يرتفع متوسط أسعار أسهم الشركات المكونة للقطاع عن متوسط أسعار السوق بصفة عامة.

ب- يسجل قطاع التمويل ارتفاعاً ملحوظاً بعد قطاع الصناعات التحويلية، ولكنه يتسم بالتذبذب، ولكن ترتفع أسعار شركاته عن متوسط أسعار السوق منذ عام ١٩٩٥ . وحتى عام ١٩٩٨ .

ج- يتجه قطاع الخدمات لتحسين قوته النسبية ويتضح ذلك في عام ١٩٩٨ حيث ارتفعت أسعار الشركات المكونة للقطاع عن متوسط أسعار السوق .

د- تميز قطاع التشييد بالتذبذب ، حيث ارتفعت القيمة السوقية لشركات القطاع في عام ١٩٩٥ عن متوسط أسعار السوق ثم اتجهت للانخفاض .

- يدل المؤشر على أن قطاع التعدين أضعف قطاع في البورصة ، وتتجه القيمة السوقية للشركات التي يضمها القطاع نحو الانخفاض .

وبناء على ما سبق يدل مؤشر القوة النسبية على احتلال قطاعي الصناعات التحويلية والتمويل على النصيب الأكبر من البورصة المصرية . ويأتي بعد ذلك قطاع الخدمات ثم قطاع التشييد .

### ٣- تركيز القطاعات للشركات الأكثر نشاطاً:

يوضح توزيع الشركات الأكثر نشاطاً إلى تركزها في عام ١٩٩٨ في نحو ٣ شركات في مجال صناعة الأسمنت ، وشركتين في مجال البنوك ، ونحو شركة واحدة في مجالات الإسكان ، والاتصالات ، والحديد ، والألمنيوم . في حين أن تركيز الشركات العشر الأكثر نشاطاً في مجال صناعة الأسمنت والمطاحن . ووصل التركيز لأكبر خمسين شركة نشيطة إلى تركزها في الصناعات التحويلية ثم قطاع التمويل في المرتبة الثانية .

ويوضح توزيع الاستثمارات في البورصة للشركات الأكثر نشاطاً إنها تتركز في صناعات غير تصديرية . وتتسم الصناعات التي تجذب الاستثمارات في البورصة المصرية بعدم تمتعها بمزايا نسبية بالنسبة للاقتصاد المصري لأن معظمها صناعات تنتج سلعاً تستورد من الخارج . ومن المفترض وفقاً للنظرية الاقتصادية أن تعمل آليات السوق على التخصيص في السلع ذات المزايا النسبية لأنها يتوقع لها مستقبل واعد ونمو في المستقبل . ولكن تخصيص الاستثمارات في سوق الأوراق المالية في مصر يتجه نحو صناعات تعاني من مشاكل . يصعب التوقع لها بمستقبل واعد في ظل تحرير التجارة الخارجية. ويعزى ذلك إلى فقر



المعلومات وضعف الوعي الاستثماري . فضلاً عن محدودية تنوع الشركات المسجلة في البورصة.

#### ٤- مضاعف القيمة الدفترية والعائد والمخاطر للقطاعات :

لا شك أن القطاع المتميز لابد أن يتسم بارتفاع معدل العائد نتيجة ارتفاع الربحية للشركات المكونة للقطاع . وينعكس ذلك على تحسن مضاعف القيمة الدفترية لأسهم القطاع التي تقاس بنسبة رأس المال السوقي إلى نسبة رأس المال الأسمى، وهي تعكس مدى ارتفاع القيمة السوقية لأسهم القطاع بالمقارنة بقيمتها وقت الإصدار أي قيمتها الدفترية . ويرتبط ذلك بالمخاطر لأنه يجب أن يتناسب العائد مع حجم المخاطر . بمعنى ارتفاع العائد كلما ارتفعت المخاطر والعكس صحيح . ويوضح جدول (١٥) مؤشرات العائد والمخاطر ومضاعف القيمة الدفترية للقطاعات المختلفة في عام ١٩٩٨.

#### جدول (١٥)

#### مضاعف القيمة الدفترية والعائد والمخاطر في مصر

عام ١٩٩٨

تعيين	جملة وقطاعي	زراعية	تشهيد	خدمات	نقل واتصالات	التمويل	المصناعات التحويلية	
١,٠	١,٣	٣,١	٢,٩	١,٥	١,٧	٢,١	٣,٦	مضاعف القيمة الدفترية
-	١٩,١٧	٤,٣-	٣٨,٢	١١,٣٨	٣٥,٤١	١,٨٣	١١,٧٨	%العائد
-	٠,٠٠٠٠١	٠,٠٠٠٨٦	٠,٦٠٦٤٠	٠,٠١٥٥٩	١,٢٧٠٠٠	١,١٠٤٠٠	٠,٥٦٣٦	معامل المخاطر

\* المصدر: الهيئة العامة لسوق المال : التقرير السنوي، ١٩٩٨، ص١٠٢

\*\* المصدر: وزارة الاقتصاد، النشرة الشهرية، سبتمبر ١٩٩٩، ص٣٥

ويوضح الجدول نتائج غاية في الأهمية :

أ-عدم التناسب بين ارتفاع القيمة السوقية لأسهم القطاع مع معدلات العائد المحققة للقطاع . حيث يبلغ ارتفاع القيمة السوقية لأسهم الشركات الزراعية ثلاثة أضعاف قيمتها الاسمية ورغم انخفاض العائد المتحقق في عام ١٩٩٨ بنسبة -٤,٣% . في حين ارتفع

العائد بنسبة ٣٨,٢% عام ١٩٩٨ في قطاع التشييد غير أن القيمة السوقية لأسهم القطاع ارتفعت بمعدل ٢,٩ مرة فقط . وأيضاً قطاع النقل والاتصالات . مما يدل على عدم وجود تناسب بين تغير العائد وتغيير القيمة السوقية . ويشير ذلك إلى أن تخصيص الاستثمارات على القطاعات المختلفة يشوبة تشوهات، حيث ترتفع أسعار أسهم قطاعات يقل بها العائد عن قطاعات أخرى يرتفع بها العائد .

ب- **يشير معامل المخاطر** إلى تميز قطاع التمويل بأنه قطاع هجومي وكذلك قطاع النقل والمواصلات . حيث يرتفع معامل المخاطر عن الواحد الصحيح ، ليدل على تأثير القطاعين بالأحداث العامة بدرجة أكبر من تأثير مؤشر السوق ككل . في حين أن باقي القطاعات تعتبر قطاعات دفاعية لأن معامل المخاطر يقل عن الواحد الصحيح .

وتعني القطاعات الدفاعية أن القطاع ينمو مع نمو الاقتصاد ، ولكنه ينكمش بمعدل أقل عند انكماش الاقتصاد . ويشير ذلك إلى عدم منطقية دخول معظم القطاعات في إطار الصناعات الدفاعية . وعلى الأخص قطاعات التشييد والإسكان والبنوك والأسمت التي عادة تعتبر من القطاعات الهجومية(١) . أي تتأثر بالمتغيرات بدرجة أكبر من تأثير مؤشر السوق .

ج- لا شك أن أساسيات الاستثمار توضح ضرورة تناسب العائد والمخاطر ليرتفع العائد مع ارتفاع المخاطر . ومن الواضح أن هناك عدم تماثل بين ارتفاع المخاطر والعائد . ويتضح ذلك على سبيل المثال من قطاع التمويل الذي يبلغ معامل المخاطر له ١,١٠٤ في حين أن العائد المتحقق ١,٨٣% فقط . وهو ما يعكس أيضاً وجود مشكلة في تخصيص الموارد في سوق رأس المال المصرية، ومن ثم عدم تحقيق التخصيص الأمثل للموارد .

وبناء على ما سبق يتضح أن تخصيص الاستثمارات في سوق الأوراق المالية يشوبه تشوهات . ويتوقف تحقيق هدف زيادة معدلات النمو الاقتصادي في مصر على حجم وكفاءة الاستثمارات ، حيث يعد معدل التراكم الرأسمالي بمثابة المتغير الرئيسي لتحديد معدل النمو خلال الآجل المتوسط ، و تخصيص الموارد الاستثمارية بين القطاعات والأنشطة الاقتصادية المختلفة هو العامل الحاسم في تحديد معدل النمو والتوازن في الآجل الطويل، وبالتالي فإن ضعف قدرة سوق رأس المال على تخصيص الكفاء للموارد يمكن أن يؤدي إلى نقص معدلات النمو في مصر .

ويعزى تشوه التخصيص الكفاء للموارد في سوق الأوراق المالية إلى أسباب عديدة من أهمها الآتي :

- ١- عدم توافر المعلومات بالقدر الكافي لاتخاذ القرار الاستثماري خاصة المعلومات عن أداء الشركات الحالي والمستقبلي ، وأداء الصناعات والأنشطة المختلفة .
- ٢- عدم تنوع الشركات المسجلة في البورصة المصرية بين صناعات عديدة . نظراً لتركزها في عدد ضئيل من الصناعات .
- ٣- ضالة الاختيار أمام المستثمر في الاختيار بين أنواع مختلفة من الشركات أو الأنشطة ، وذلك لقلة عدد شركات الاكتتاب العام التي تشكل نحو ١٤,٨ % فقط من إجمالي الشركات المقيدة .
- ٤- ضعف الوعي الاستثماري لدى المستثمرين والمدخرين، وذلك بسبب حداثة الاهتمام بنشاط البورصة في العقود الأخيرة، حيث بدأ نشاط البورصة حديثاً منذ بداية التسعينيات فقط ، فضلاً عن ضالة المقررات الدراسية في الجامعات المصرية التي تهتم بتدريس مناهج رأس المال .

### ثالثاً: اقتراحات لتطوير كفاءة سوق رأس المال

تعتبر سوق رأس المال في اقتصاد السوق الأساس الذي يستند إليه في توجيه الموارد ولذا فإن تحول الاقتصاد المصري نحو اتباع آليات السوق يعني التحول من الاعتماد على التخطيط المركزي في توجيه الموارد إلى الاعتماد على ميكانيزم سوق رأس المال في توجيه الموارد في المجتمع . وارتفاع كفاءة توجيه الموارد ينعكس مباشرة في زيادة النمو الاقتصادي في المجتمع .

ولذلك يعد تطوير كفاءة سوق رأس المال من أهم المحددات الرئيسية لزيادة النمو الاقتصادي في الاقتصاد المصري ، وتحقيق التقدم الاقتصادي المنشود لرفع مستوى المعيشة للفرد المصري . وطرح اقتراحات لتطوير كفاءة سوق رأس المال ينبغي أن يشمل كل جوانب السوق الإطار المؤسسي والتشريعي ، وجانبي العرض والطلب . وقد عرض المبحث الثاني من هذا الفصل لأهم المقترحات لتطوير الإطار التشريعي، وبالتالي يمكن التركيز هنا على طرح مقترحات لتطوير الكفاءة بخصوص جانب العرض ، وجانب الطلب .

## أولاً : جانب العرض :

من أهم المشاكل التي تعترض تطوير جانب العرض **توافر المعلومات والإفصاح** في السوق المصرية، وغياب المعلومات يعني تحول الاستثمار في الأوراق المالية من علم إلى توقعات مبنية على الحظ . وتعد المعلومات هي المصدر الرئيسي في تحديد هيكل الأسعار النسبي للأوراق المالية ، واختيار المستثمر لتشكيلة محفظة الأوراق المالية . وبالتالي تقوم المعلومات في سوق الأوراق المالية بعملية توجيه الموارد نحو الاستخدامات ذات الكفاءة . وبالتالي تتوقف عليها كفاءة سوق رأس المال .

وقد اتضح من عرض مصادر المعلومات في المبحث الثاني من هذا الفصل إنها تعاني من قصورا كبيرا في الكم والكيف وبالتالي يجب الاهتمام بتوفير المعلومات والشفافية والإفصاح.

### إطار

#### توفير الشفافية والإفصاح

يجب أن يتضمن توافر المعلومات كل الوسائل التالية على الأقل :

- ١- تكوين شركة بنص القانون تكون مهمتها القيام بنشر مؤشرات أداء الشركات المتداولة في البورصة، ويكون تمويلها من الشركات المتداولة في البورصة.
- ٢- قيام الجهات الحكومية وخاصة البنك المركزي ، ووزارة الاقتصاد بنشر تقارير دورية سنوية وشهرية تتضمن الآتي :
  - مؤشرات الاقتصاد العالمي والمصري
  - توقعات مستقبلية للاقتصاد العالمي والمصري
  - مؤشرات عن البورصة المصرية والعالمية .
  - تحليلات عن القطاعات والصناعات المختلفة
  - توقعات عن الصناعات المختلفة .
- ٣- قيام هيئة سوق المال وإدارة البورصة بنشر تقارير يومية وأسبوعية وشهرية وسنوية تتضمن الآتي :
  - كل المؤشرات التحليلية لتطوير البورصة المصرية .
  - مؤشرات مستقبلية عن أداء القطاعات المختلفة، ونشر هذه التقارير على أوسع نطاق بدون تكلفة ووضعها على الإنترنت.
- ٤- إلزام الشركات العاملة بالأوراق المالية على نشر تقارير عن أحوال السوق، خاصة تحليل القطاعات المختلفة .

- ٥- رقابة الجهات الحكومية على دقة المعلومات وسرعة نشرها .
- ٦- تشجيع مراكز البحوث على إجراء بحوث عن تطورات البورصة والصناعات المختلفة .
- ٧- نشر جزء كبير من هذه التقارير في الصحف اليومية والمجلات الأسبوعية .
- ٨- إلزام الشركات المتداولة في البورصة بنشر التقارير المالية ومعاقبة الشركات المخالفة . حيث إن معظم الشركات لا تلتزم بنشر التقارير ولا تتخذ هيئة سوق المال إجراءات لمعاقبتها .
- ٩- تشجيع إجراء دراسات عن التحليل الفني والأساسي من الجهات الحكومية أو توفير التمويل للجهات خاصة للقيام بها .

يعتبر المعروض من الأوراق المالية لا يزال محدودا في البورصة المصرية بالمقارنة بالطلب، ويظهر ذلك من سرعة استيعاب الأوراق المالية التي تطرحها وزارة قطاع الأعمال العام لتحويل شركات قطاع الأعمال العام إلى القطاع الخاص . فضلاً عن ضالة عدد شركات الاكتتاب العام وصغر حجم الشركات كما وضع من تحليل تطور كفاءة السوق . ولذا يمكن يجب العمل من أجل توسيع عرض الأوراق المالية.

- إملار
- توسيع عرض الأوراق المالية
- ١- تشجيع الاندماج بين الشركات القائمة ذات رأس المال الصغير التي تعمل في مجال واحد، بما لا يحدث احتكرا .
  - ٢- قصر الإعفاءات الضريبية على شركات الاكتتاب العام . أو
  - ٣- وقف قيد الشركات المغلقة وشركات قطاع الأعمال العام التي لا تتداول أوراقها المالية .
  - ٤- قيام وزارة قطاع الأعمال العام بطرح المزيد من الشركات للتخصيصية من خلال البورصة مع مراعاة الترويج في الأنشطة .

**مصرف مصر المركزي - ميثاق**  
**قسم المراجعة - الملتصق**

تتعلق سوق الأوراق المالية من عدم طرح أدوات الاستثمار حيث تتركز الأوراق المالية في الأسهم العادية . في حين أن إصدار السندات ضئيل للغاية ويتركز معظمه في الإصدارات الحكومية وذلك كما يتضح من جدول (١٦) . على الرغم من الاستثمار في السندات هو الأكثر في أسواق رأس المال المتقدمة والأخذة في النمو

جدول (١٦)

**قيمة السندات في مصر**

١٩٩٨	١٩٩٧	١٩٩٦	١٩٩٥	١٩٩٤	١٩٩٣	١٩٩٢	نهاية يونية (مليون جنيه)
١١٧٣٤	٩٩٣٧	٤٣١٣	٣٥٧١	٤١٧	٢٣٧٨	٢٣٧٣	إجمالي السندات
٨١٧٩	٧٩٩٦	٣٨٠٢	٣٥٣٩	٤١٥	٢٣٧٦	٢٣٧١	السندات الحكومية
٣٣	١٨٤١	٤١١	٢	٢	٢	٢	سندات بنوك
١٧٠	١٠٠	١٠٠	٣٠				سندات شركات

المصدر: البنك المركزي ، التقرير السنوي ، أعداد مختلفة

ويتضح من الجدول مدى انخفاض السندات التي تصدرها الشركات التي وصلت في عام ١٩٩٨ إلى ١٧٠ مليون جنيه مصري فقط، على الرغم من ملائمة السندات للمستثمر والمدخر المصري . ولذلك يمكن اقتراح تنويع أدوات الاستثمار .

**إطار**

**تنويع أدوات الاستثمار**

يمكن تنويع أدوات الاستثمار لزيادة العرض والطلب في السوق من خلال الآتي :

- ١- التوسع في طرح الأسهم الممتازة .
- ٢- إدخال الأسهم العادية المضمونة التي تعطي حاملها الحق في المطالبة بتعويض إذا انخفضت القيمة السوقية للسهم عن حد معين خلال فترة محددة .
- ٣- إدخال أنواع مستحدثة من السندات لتنشيط سوق السندات، مثل السندات القابلة للتحويل إلى أسهم ، والسندات القابلة للاستبدال بأسهم شركة أخرى غير الشركة المصدرة للسند .

٤- تحويل جزء من السندات الحكومية غير المقيدة إلى سندات مقيدة.

٥- إنشاء وحدة لمراقبة الصفقات، لتحدد من الممارسات غير الشرعية.

### ثانياً : جانب الطلب :

من أهم العوامل المؤثرة في جانب الطلب الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية مثل شركات السمسرة وكذلك صناديق الاستثمار وقد وصل عدد الشركات العاملة في مجال البورصة في نهاية عام ١٩٩٨ إلى نحو ٣٠١ شركة كما يظهر من الجدول التالي . ولكن على الرغم من التزايد المطرد في عدد الشركات إلا أنها ما تزال تحتاج إلى التطوير لدفع زيادة الطلب في الاستثمار في الأوراق المالية . كما تفتقد السوق إلى صانع السوق الذى يعمل على إعادة التوازن إلى السوق من خلال استعدادة دائماً لشراء أو بيع الأوراق المالية بهامش ضئيل بين السعرين . ويخضع دائماً صانع السوق لرقابة هيئة سوق المال حتى لا يحقق أرباحاً احتكارية . ويعد صانع السوق إحدى السمات الرئيسية للأسواق المتقدمة لأنه يعمل على تحقيق كفاءة السوق .

ومن ناحية شركات السمسرة التى يقوم المستثمر بإجراء كل عمليات البيع والشراء من خلالها، فيلاحظ تزايد عددها من شركتين فقط فى عام ١٩٩٣ إلى نحو ١٤٦ شركة فى عام ١٩٩٨ . وهو ارتفاع كبير له ما يبرره فى ظل المكسب المضمون لهذه النوعية من الشركات، حيث إرتفاع حجم التداول فى السوق يعنى زيادة أرباح شركات السمسرة بغض النظر عن مكسب أو خسارة المستثمر . ولكن يعاب على هذه الشركات قيام معظمها بدور الوسيط فقط دون تقديم أى استشارات أو معلومات أو تقارير دورية عن أحوال السوق مثل شركات السمسرة فى الأسواق المتقدمة . والجدير بالملاحظة أن شركات السمسرة التى تقوم بدور الوسيط فقط يطلق عليها فى الولايات المتحدة الأمريكية سمسار الخصم، ولهذا تحتاج شركات السمسرة فى مصر لتطوير جذري لتقوم بمهامها .

## جدول (١٧)

الشركات العاملة في الأوراق المالية في مصر خلال الفترة ١٩٩٣-١٩٩٨

الشركة	١٩٩٢	١٩٩٤	١٩٩٥	١٩٩٦	١٩٩٧	١٩٩٨	المجموع
<u>أولاً : شركات الخدمات</u>							
١- المقاصة والتسوية	-	١	-	-	-	-	١
٢- إمساك السجلات	-	-	-	-	٣	-	٣
٣- تقييم وتصنيف الأوراق المالية	-	-	-	-	١	-	١
٤- إدارة المضاديق	-	٣	٤	١	١	٣	١٢
٥- تقييم وتحليل الأوراق المالية	-	-	-	-	-	١	١
<u>ثانياً : شركات الوساطة</u>							
١- ترويج وتغطية الاكتتاب	١	٤	٥	٦	٣	٥	٢٤
٢- سمسة	٢	٢٢	٦٢	٢٦	١٩	١٤	١٤٦
<u>ثالثاً : شركات الاستثمار</u>							
١- مضاديق استثمار	-	٣	٥	٤	٥	٥	٢٢
أ- بنوك وشركات التأمين	-	٤	٤	٣	٥	٢	١٨
ب- شركات مساهمة	-	-	١	١	-	١	٣
٢- تكوين وإدارة المحافظ	١	٤	٦	٤	٧	٧	٢٩
رأس المال والمخاطر	-	٢	٢	-	١	٥	١٠
الاشتراك في تأسيس شركات	١	٤	٧	٣	٦	١٣	٣٤
المجموع	٦	٤٧	٩٦	٤٨	٥١	٥٣	٣٠١

المصدر : الهيئة العامة لسوق المال ، إدارة المعلومات



كما أن صناديق الاستثمار التي تلعب دور مهما في جذب المدخرات، وتوفير الاستثمار للمدخر الصغير والمستثمر الذي تنقصه الخبرة في تكوين محفظة بذاته. قد اتسمت معظمها بانخفاض وثائقها، وانعكس ذلك على ضعف ثقة المدخر الصغير ضئيل الخبرة بالاستثمار في البورصة. ويعزى إنخفاض وثائق صناديق الاستثمار إلى أسباب عديدة من أهمها: التقلبات السعرية غير المبررة، توقيت بدء نشاط الصندوق، نقص السندات في السوق. ومن ناحية أخرى يعد حجم رأس مال الصناديق ضئيلاً، حيث لا يتجاوز ٤,٣١% من رأس المال السوقي في البورصة المصرية. إلى جانب إرتفاع قيمة الوثيقة لبعض الصناديق إلى ١٠٠٠ اجنية مما يتعارض مع أهداف الصندوق في جذب صغار المدخرين، وزيادة رأس المال يمكن أن تتم من خلال زيادة عدد الوثائق وقيمة منخفضة ولذا يجب تطوير الشركات العاملة بالأوراق المالية

#### إطار

#### تطوير الشركات العاملة بالأوراق المالية

- ١- ضرورة إنشاء مؤسسات صناعية السوق، ويمكن أن تكون على شكل نظام تجار الأوراق المالية، لوجود منافسة بينهم، إلى جانب وجود رقابة صارمة من هيئة سوق المال على تصرفاتهم.
- ٢- إلزام الشركات في المساعدة في نشر المعلومات وإصدار التقارير الدورية عن أحوال السوق.
- ٣- إلزام شركات السمسرة المزمع بدء نشاطها بفتح فروع في الأقاليم.
- ٤- تشجيع تأسيس شركات في مجال تقييم وتحليل الأوراق المالية لإضفاء المنافسة، نظراً لوجود شركة وحيدة.
- ٥- وضع حد أقصى للقيمة الاسمية لصناديق الاستثمار بنحو ٥٠٠ اجنية فقط لجذب صغار المدخرين. وكذلك تخفيض الحد الأقصى لقيمة الأسهم الجديدة.

يعتبر الوعي الاستثماري لدى المدخرين والمستثمرين ضعيفا إلى حد كبير ، نتيجة غياب آليات السوق عن الاقتصاد المصري بصفة عامة ، وسوق الأوراق المالية بصفة خاصة لفترة طويلة . كما أن تدريس المناهج الدراسية الخاصة بالبورصة للمتخصصين في الجامعات المصرية عانت من قصورا شديدا .

ومن ناحية أخرى أشاعت تجربة شركات توظيف الأموال لدى المدخرين فقدان الثقة في الاستثمارات. وبالتالي أصبح المدخر يفضل الاحتفاظ بمدخراته في صورة ودائع قصيرة الأجل، وبالتالي يقتضي ذلك العمل على مزيد من إضفاء الثقة في الاستثمار في البورصة.

كما يجب أن يعكس مؤشر سوق المال تطور السوق بدقة حتى يستطيع المستثمر والمدخر الاعتماد عليه، حيث يظهر المؤشر أحيانا في صعود كبير، بينما معظم الأسهم منخفضة. ويعزى ذلك إلى قيد أسهم شركات قطاع الأعمال العام بقيمة اسمية ضئيلة للغاية ولا يتم التعامل عليها. وعندما يطرح جزء من الأسهم للتخصيصية بسعر إصدار مرتفع يقلق المؤشر بارتفاع كبير. كما يتضمن المؤشر العام للأسعار الشركات المغلقة، التي يقتصر ملكيتها على عدد محدود من الأفراد. ومن ناحية أخرى تقييد الارتفاع والانخفاض في السعر اليومي بنسبة ٥% قد يؤدي إلى منع التلاعب في السوق. ولكن استمرار وجود حدود للأسعار يعنى الحد من تقييم السوق وارتفاع أسعار الأسهم بما يتناسب مع المعلومات عن مستقبل المنشآت، ومن ثم هناك حاجة لإصدار قانون مستقل لحماية المستثمر وزيادة الوعي الاستثماري.

#### إطار

##### قانون حماية المستثمر وزيادة الوعي الاستثماري

- ١- هناك ضرورة لإصدار قانون مستقل لحماية المستثمر لإضفاء مزيد من الثقة في الاستثمار في البورصة . ويجب أن يتضمن حق المستثمر في الحصول على المعلومات واسترداد حقه إذا كان التخصيص بسبب ممارسات غير مشروعة من الجهات العاملة بالسوق .
- ٢- الاهتمام بتدريس مقررات البورصة في كليات التجارة والاقتصاد والإدارة .
- ٣- تشجيع الدورات التدريبية على أبعاد الاستثمار في البورصة .
- ٤- اهتمام الإعلام بكل أشكاله من صحف وتلفزيون وإذاعة بتوضيح مقاهيم ونور البورصة الحيوي في الاقتصاد المصري .
- ٥- تحديث بناء المؤشر العام ليعكس الشركات التي تنتمي بوجود حد أدنى للتعامل عليها، ومعدل الدوران وعدد العمليات .
- ٦- عدم استمرار الحد الأقصى والأدنى للسعر سوى فترة قصيرة .

## الخاتمة

ناقشت هذه الدراسة المعنونة " دور كفاءة سوق رأس المال في تخصيص ونمو الاستثمارات ، دراسة مقارنة بين الولايات المتحدة الأمريكية ومصر " موضوعا من الموضوعات الحيوية للاقتصاد المصري . وذلك لأن التحول الاقتصادي الذي يمر به الاقتصاد المصري نحو آليات السوق يقتضي ضرورة الاهتمام بتطوير سوق الأوراق المالية، حيث تقوم سوق الأوراق المالية بمهام حيوية وضرورية لاقتصاد السوق مثل تعبئة المدخرات، وتعظيم الثروة ، والرقابة على أداء الشركات، ونمو الاستثمارات، وتوفير التمويل، وتخصيص الموارد.

ويعتبر تخصيص الموارد ونمو الاستثمارات من أهم الوظائف التي تقوم بها سوق رأس المال ، لأن نجاح سوق رأس المال في تخصيص الموارد بكفاءة أو زيادة نمو الاستثمارات يعني مباشرة زيادة النمو الاقتصادي ، وهو الهدف الرئيسي للإصلاح الاقتصادي في أي مجتمع .

ويتوقف نجاح سوق رأس المال على القيام بهذا الدور الحيوي على مدى تطور كفاءة السوق . وقد اتضح من دراسة مقومات الكفاءة في مصر أنها في تطور إيجابي ولكنها لا تزال تحتاج إلى تطوير لتحسين مستوى كفاءة السوق، وذلك من خلال الاهتمام بكل مقومات كفاءة سوق رأس المال وعلى وجه الخصوص توافر المعلومات التي تعتبر الركيزة الأساسية لتحقيق كفاءة سوق رأس المال . غير أن انتهاج الاقتصاد المصري لسياسات اقتصادية منغلقة لفترات طويلة في العهود الماضية رسخ في الأذهان وكرس في الممارسات العملية الابتعاد عن نشر المعلومات .

ولذا يقع على عاتق الحكومة والشركات العاملة في سوق رأس المال مهمة السعي لنشر المعلومات ، ورفع الوعي الاستثماري لدفع كفاءة سوق رأس المال نحو التحسن ، لتستطيع أن تحقق الكفاءة الاقتصادية في تخصيص الموارد وزيادة التقدم الاقتصادي المنشود لمصرنا العزيزة.

إيهاب إبراهيم الدسوقي،،

## قائمة المراجع

### أولاً: المراجع العربية

- البنك المركزي: التقارير السنوية، أعداد مختلفة.
- إيهاب الدسوقي: التخصيصية والإصلاح الاقتصادي في الدول النامية، مع دراسة التجربة المصرية، دار النهضة العربية، القاهرة ، ١٩٩٥.
- جاك غلين : أسواق رأس المال وشركات البلدان النامية ، مجلة التمويل والتنمية ، مارس ١٩٩٥ .
- د. سعيد النجار (محرر) : السياسات المالية وأسواق المال العربية ، صندوق النقد العربي ، أبوظبي ، ١٩٩٥.
- د. علي لطفى : التنمية الاقتصادية ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ، ١٩٩٦.
- عبد الفتاح قنديل، د. سلوى سليمان: مقدمة في علم الاقتصاد، دار النهضة العربية، ١٩٩٤
- د. عبد المنعم راضى: مبادئ الاقتصاد، مكتبة عين شمس، ١٩٩٦.
- د. محمود صبح: التحليل المالي والاقتصادي للأسواق المالية ، مكتبة عين شمس ، القاهرة ١٩٩٥ .
- منير إبراهيم هندی : أدوات الاستثمار في سوق رأس المال ، دار منشأة المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٤ .
- د. منير هندی : الأوراق المالية وأسواق رأس المال ، منشأة دار المعارف ، الإسكندرية ، ١٩٩٥ .
- د. منير هندی : الفكر الحديث في مجال الاستثمار ، منشأة دار المعارف ، الإسكندرية، ١٩٩٦
- د. منير إبراهيم هندی : الفكر الحديث في مصادر التمويل ، در منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩٧ .
- د. منير إبراهيم هندی : الاستثمار الأجنبي غير المباشر، تقرير التمويل الدولي، مركز البحوث والدراسات الاقتصادية والمالية، كلية الاقتصاد، ١٩٩٩ .
- هيئة سوق المال : التقارير السنوية ، أعداد مختلفة .
- وزارة الاقتصاد : التقارير الشهرية، أعداد مختلفة .

## ثانياً: المراجع الأجنبية:

- Anthony Aylward & Jack Glen, Primary Securities Markets, IFC, Discussion Paper, No.39, Washington, 1999.
- Asli Demirguc and Ross Levine, Stock Market Development and Financial Intermediaries, World Bank, Working Paper, No.1462, Washington 1995.
- Asli Demirgiic-Kunt and Vojislav Maksimovic, Stock Market and Firm Financing Choices, World Bank, Economic Review, Washington, May 1996.
- Ashraf Shamse El-Din, Capital Market Performance in Egypt, Towards An Efficient Financial Market in Egypt, an ECES Cnference, Cairo, Feb 26-27, 1997.
- Armstrong, F., Investment Strategies for 21 Century, Internet, <http://www.investment-strategies.com>. 1996.
- Charles, P. Jones, Investments Analysis and management, John Wily & Sons, Inc., New York, Fifth Edition, 1996.
- Cherian Samuel, The Investment Decision, World Bank, Working Paper, No.1656, Washington, 1996
- Cherian Samuel, Stock Market and Investment, World Bank, Working Paper, No.1612, Washington, 1996.
- Cherian Samuel, The Stock Market as a Source of Finance, A Comparison of U.S. and Indian Firms, World Bank, Economic Review, Washington, 1995.
- Cherian Samuel, The Stock Market and the Efficiency of Investment: The Signaling Role of the Market, Paper Presented at the eastern Economic Association Meeting, New York, Mar 18-20, 1995.
- Cho, Y. D.: Financial Factors and Corporate Investment: A Microeconomic Analysis of Korean Manufacturing Firms, University of Oxford, 1995.

- Crbett, Jenny, Tim Jenkinson, The Financing of Industry, 1970-1989, Center for Economic Policy Research, U.K, Discussion Paper No. 948, 1994.
- Cuthbertson, K., Quantitative Financial Economics, John Wiley & Sons, England, 1996
- David Blake, Financial Market Analysis, McGraw Hill Book Company, New York, 1990.
- David, S. Kidwell, Financial Institution, Markets and Money, Dryden press, New York, 1993, Fifth Edition.
- David, A. Dubofsky, Option and Financial Future: Valuation and Uses, McGraw Hill International Edition, Economics Series, New York, 1992.
- Douglas, R. Emery Johnd, Principles of Finance, Prentice-Hall International Inc, New York, 1997.
- Dornbusch, R. fisher, Macroeconomics, McGraw-Hill, New York, 1990.
- Elton and Gruther, Modern Portfolio Theory and Investment Analysis, John Wiley & Sons, Inc., New York, 1995, Fifth Edition.
- Fischer, D. & Jordan, Security Analysis and Portfolio Management, Prentice-Hall, New York, 1987, Fourth Edition.
- F. S. Wony, Fuzzy Neural System for Stock Selection, Financial Analysis Journal, January-February, 1992.
- George, S. Swales & young Yoon, Applying Artificial Neural Networks to Investment Analysis, Financial analysis Journal, September-October, 1992.
- Gary Gorton, Stock Market efficiency & Economic Efficiency, Center for Economic Policy Research, November No.1261, London, 1995.
- Gitman, L. Joehnk, M., Fundamental of Investing, Happer Row Publishers, New York, 1988.

- G. P. Szego & Karl Shell, Mathematical Methods in investment and Finance, North-Holland Publishing Co., Amsterdam, 1972.
- Hendrik, S. Houthakker & Peter, J. Williamson, The Economics of Financial Markets, Oxford University Press, Oxford, 1996.
- IFC, Emerging Stock Markets Factbook, Washington, 1990-1999.
- Jack Glen, An introduction to the Microstructure of Emerging Markets, IFC, Washington, 1994.
- James A. Ohlson, The Theory of Finance Market and Information, North-Holland Publishing Company, New York, 1987.
- Jeffrey, D. Sachs and Felipe Larraín B., Macroeconomics in the Global Economy, Harvester Wheatsheaf, New York, 1993.
- James Dow & Gary Gorton, Stock Market Efficiency and Economic Efficiency, Journal of Finance, No.3, July 1997.
- \* Lili & Zuli, F. Hu, Responses of the Stock Market to Macroeconomic Announcements Across Economic States, IMF, Working Paper, No.98/79, Washington, May 1998.
- Lamin Leigh, Stock Market Equilibrium and Macroeconomic Fundamentals, IMF, Working Paper, Washington, January 1997.
- Mauro Mecagni & Maged Shawky, The Egyptian Stock Market: Efficiency Tests and Volatility Effects, IMF, Working Paper, No.99/48, Washington, April 1999.
- Masood Ahmed & Sudarshan Gootu, Portfolio Investment Flows to Developing Countries, Finance & Development, Washington, Mar 1993.
- Maxwell, J. Fry: Money, Interest, and Banking in Economic Development, The John Hopkins University Press, London, 1995. Second Edition.
- Morris Goldstein & Staff Team from the International Monetary Fund, International Capital Market Developments, Prospects and

Policy Issues, World Economic & Financial Surveys, International Monetary Fund, Washington, DC, September 1994.

- Olivier Blanchard, The Stock Market Profit and Investment, NBER, Working Paper, No.3370, 1990.
- Porter, E. Michael, Capital Choices: Changing the Way America Investments in Industry, Council on Competitiveness and Harvard Business School, Washington, 1992.
- Peter, S. Rose, Money and Capital Markets, McGraw-Hill, Chicago, 1997.
- Richard, M. Bookstaber, Option Pricing and Investment Strategies, McGraw Hill Co., New York, 1991, Third Edition.
- Robert, A. Haugen, Modern Investment Theory, Prentice-Hall International Inc., New York, 1996.
- Robert, C. Radcliffe, Investment, Addison-Wesley, New York, 1997
- Robert, D. Auerbach, Money And Banking & Financial Markets, Macmillan, New York, 1989.
- Ross Levine and Sara Zervos, Stock Development and Long- Run Growth, World Bank, Working Paper, No. 1582, Washington, 1996.
- Ross Levine & Robert G, Financial indicators & growth in a cross section of countries, World Bank, Working Paper, Washington, 1998
- Ross Levine, Financial Development and Economic Growth, World Bank, Working Paper, No.1678, Washington, 1996.
- Rudgen Dornbusch and Stanley Fischer, Macroeconomics, McGraw-Hill International Edition, Economics Series, New York, 1990, Fifth edition.
- Russell, J. Fuller & James L. Farrell, Modern Investments and Security Analysis, McGraw Hill Book Company, New York, 1987.
- Sharpe, W., Asset Allocation Management Style and Performance Measurement, 1997 Internet, <http://www-sharpe.stanford>.



- Securities and Exchange Commission, the Work of The SEC, Internet, <http://www.sce.gov/asec/wot./wot.htm>.
- Sindy Cottle, Security Analysis, McGraw Hill Book Company, New York, 1989, Fifth edition.
- Sing, Alit, The Sock Market and Economic Development: Should Developing Countries Encourage Stock Markets? UNCTAD Review, No. 4, 1993.
- Stijn Claessens & Jack Glen, Return Behavior in Emerging Stock Markets, World Bank, Economic Review, Washington, Jan 1995.
- Stijn Claessens, The Emergence of Equity Investment in Developing countries, World Bank, Economic Review, Washington, 1997.
- Stephen, E. Hargitay & Shi-Ming Yu, Property Investment Decisions, E& Fn. spon, London, 1993.
- The Securities Lawyer's Deskbook, Securities Exchange Act of 1934, Internet, <http://www.law.uc.edu/ccl.com>
- Thomas, E. Copeland, Financial Theory and corporate Policy, Addison-Wesley Publishing, New York, 1997.
- Valerie, R. Bencivenga, Equity Market, Transaction Costs, and Capital Accumulation, World Bank, Working Paper, Washington, No.1456, 1995.
- W.D. Fraser, Principles of Property Investment and Pricing, Macmillan, London, 1993.
- William, F. Sharpe, Gordon, J. Alexander, Investments, Prentice-Hall International, Inc, London, 1990.

صفت و سورت المبرمج - رشت  
قسم المراجع المادى - الماميت



المركز العربي للطباعة

الملاحة - دار السلام ٥٦ ش حسين الفخراني من ش اللعيم ٢١٧٤٧٨٢